

Université Abderrahmane mira de Bejaia
Faculté des sciences économiques, commerciales et des sciences de gestion
Département des sciences économiques

MEMOIRE DE FIN DE CYCLE

*En vue de l'obtention du diplôme de Master en économie appliquée, ingénierie
financière.*

LES FONDSSOUVERAINS

Quelles opportunités pour l'Algérie ?

Elaboré par Mrs : **OUKACI Ali** et **RAHMANI Halim**

Membres du jury : Dr Kamal OUKACI (encadreur)

Pr ACHOUCHE Mohammed (Président)

Mr TARMOUL Rabah (examineur)

2013/2014

Remerciements ;

*On remercie notre encadreur le Dr.
OUKACI, pour sa disponibilité ainsi que pour ses
judicieuses directives.*

Dédicaces :

*Je m'incline devant mes parents, afin
de leur signifier toute ma gratitude et ma dévotion.
Leur soutien indéfectible m'a été vital pour mener à
bien et jusqu'au bout le présent travail.*

Ali OUKACI

*Je m'incline devant mes parents en
signe de respect et de reconnaissance.*

Halim RAHMANI

SOMMAIRE

Introduction générale.

Chapitre I :

| | |
|--|----|
| Introduction du chapitre I :..... | 2 |
| 1- Présentation des Fonds Souverains..... | 3 |
| 2- Caractéristiques..... | 5 |
| 3- Autres institutions financières..... | 6 |
| 4- Présentation de l'évolution historique des principaux fonds souverains dans le monde..... | 8 |
| 5- Les types de Fonds Souverains..... | 14 |
| 6- Cadre institutionnel des fonds souverains..... | 15 |
| 7- Principes de Santiago et notions de transparence des fonds souverains..... | 19 |
| 8- Ressource des fonds souverains..... | 22 |
| 9- Aperçu sur les réserves de change..... | 25 |
| 10- Réserves de change et offre de monnaie (MS)..... | 27 |
| 11- Le transfert des avoirs en change vers le fond souverain..... | 29 |
| 12- Le rendement minimum des fonds souverains..... | 31 |
| 13- L'utilité de la création d'un fond souverain..... | 33 |
| Conclusion du chapitre I | 35 |

Chapitre II :

| | |
|--|----|
| Introduction du chapitre II :..... | 37 |
| I- Les modes de gestion des fonds souverains..... | 38 |
| 1- La gestion classique ou traditionnelle..... | 38 |
| 2- La gestion alternative..... | 40 |
| 3- L'allocation stratégique..... | 41 |
| II- Gestion de risque..... | 46 |
| 1- Définition du risque financier..... | 46 |
| 2- Les différents types de risques..... | 47 |
| 3- La gestion des risques en tant que processus continu..... | 49 |
| 4- La prise en compte des spécificités de chaque fonds souverains..... | 51 |
| III- Les stratégies d'investissement des souverains..... | 52 |
| 1- Stratégies d'investissement prudentes..... | 53 |
| 2- Stratégies d'investissement offensives..... | 53 |
| 3- Les nouveaux raisonnements en matière de stratégies d'investissement..... | 56 |
| Conclusion du chapitre II..... | 58 |

Chapitre III :

| | |
|---|----|
| Introduction du chapitre III :..... | 60 |
| I- Le rôle des fonds souverains pendant la crise financière de 2007..... | 61 |
| 1- Aperçu de l'état des fonds souverains en cette période..... | 61 |
| 2- Apports des fonds souverains à la finance internationale pendant et après la crise | 62 |
| 3- Quelle sera la situation des fonds souverains dans les années à venir..... | 70 |
| II- La réaction protectionniste des pays hôtes..... | 78 |
| 1- Règles de l'OCDE..... | 79 |

| | | |
|------|---|----|
| 2- | Règles de l'Union européenne..... | 81 |
| 3- | Quelques exemples de mesures nationales de protection de la sécurité..... | 82 |
| 4- | Dangers du protectionnisme..... | 90 |
| III- | Analyse des effets réels des fonds souverains sur le système financier international..... | 94 |
| 1- | La contribution, le rôle et les effets des fonds souverains sur le système financier international..... | 94 |
| 2- | Le rôle des fonds souverains comme amortisseur de crise..... | 97 |
| 3- | Le rôle que jouent ou que je pourrais jouer les fonds souverains pour les pays d'origines..... | 97 |
| | Conclusion du chapitre III :..... | 99 |

Chapitre IV :

| | | |
|-----|---|-----|
| | Introduction du chapitre IV..... | 101 |
| I- | Présentation des différents instruments de gestion des ressources existants liées à la rente pétrolière..... | 103 |
| 1- | Le fond de réserves de changes..... | 103 |
| 2- | Le fond de régulation des recettes FRR..... | 104 |
| 3- | Le Fonds National d'Investissement (FNI)..... | 110 |
| II- | Etude de la création d'un <i>Fonds</i> souverain en Algérie..... | 111 |
| 1- | L'expérience du fonds souverains Qatari..... | 113 |
| 2- | Un Fonds d'investissement d'Etat algérien pour fructifier l'épargne et la transformer en investissement productifs..... | 118 |
| 3- | Objectifs du fonds d'investissement et les avantages attendus de sa création..... | 121 |
| | Conclusion du chapitre IV..... | 125 |

Conclusion générale :.....126

Bibliographie :.....130

Liste des tableaux, graphiques et figures :.....133

Annexes :.....134

INTRODUCTION GÉNÉRALE

INTRODUCTION GÉNÉRALE

Les fonds souverains ont pris au cours de ces quinze dernières années une place sans cesse croissante et dominante au sein du marché des capitaux, ils s'imposent plus que jamais comme des acteurs incontournables du paysage financier mondial. En effet, d'après une étude récente, les avoirs des fonds souverains s'élèveraient à près de 5 380 Milliards de dollars en 2013¹, contre 500 Milliards de dollars débuts des années 80, ce qui dénote une forte progression d'actifs enregistrée par ces institutions.

Si l'on étudie les fonds souverains de par la composition de leur ressources, on notera que 62% de leurs avoirs proviennent des ventes de matières énergétiques sur les marchés internationaux, contre 35% qui sont générés par des excédents de la balance commerciale, et le reste qui provient des matières premières minérales.

Si aujourd'hui on s'intéresse de plus en plus à ces fonds, c'est d'une part pour leur mode de gestion qui leur permet tant de diversifier leurs actifs, pouvant aller d'une simple opération d'investissement de portefeuille jusqu'à des prises de participation très significatives dans des entreprises cotées à l'étranger et qui peuvent se solder parfois par des tentatives de prise de contrôle. D'autre part, pour leur nombre significatif sur la scène internationale qui ne cesse d'augmenter, on aura comme exemple le *China Investment Corporation (CIC)* créée en 2007, ainsi que d'autres, qui continuent d'amplifier leur taille notamment l'*Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)*, avec des actifs estimés à quelques 876 Milliards de dollars.²

Les principaux facteurs qui ont favorisé l'essor de ces fonds d'après le FMI sont la flambée des prix du pétrole, la mondialisation financière et les déséquilibres du système financier mondial qui ont donné lieu à la rapide accumulation de devises par certains pays. Ces pays envisagent à travers la création de ces fonds d'investissement, non seulement de préparer et d'assurer l'avenir des générations futures en investissant une partie de la richesse accumulées, et ainsi garder le pouvoir d'achat de leurs réserves. Mais aussi, et moins explicitement, pour d'autres objectifs autres qu'économiques vu la gestion très opaque de certains fonds.

Ayant subits moins de pertes, comparés aux pays industrialisés lors de la crise financière de 2007, les pays détenteurs de fonds souverains restaient les seuls ilots vers qui se sont tournés ces derniers pour financer leurs déficits. En injectant des sommes colossales

¹ Preqin (agence d'étude britannique)

² Selon Monitor Groupe

INTRODUCTION GÉNÉRALE

dans le circuit financier américain ainsi que celui européen, les pays détenteurs de fonds à l'image du Qatar ont pu sauver beaucoup d'institutions financières ayant subis de lourdes pertes.

Concernant le cas de l'Algérie, l'embellie financière tirée par la hausse soutenue des prix des hydrocarbures sur le marché international lui a permis de se positionner parmi les pays détenant les plus grandes réserves de change dans le monde³. Dans une démarche visant la gestion des flux accumulés, l'Algérie a opté pour la mise en place de trois fonds, en l'occurrence le Fonds de Réserve de Change le Fonds de Régulation des Recettes (FRR) et le Fonds National d'Investissement (FNI).

En effet afin de garder le pouvoir d'achat de ces réserves, les décideurs ont opté pour une gestion prudentielle, en les plaçant dans des titres souverains.

Par ailleurs afin de protéger le budget de l'Etat des fluctuations, parfois désastreuse des prix des hydrocarbures, un fonds de stabilisation le FRR a été mis en place. La gestion de ce dernier est elle aussi critiquée notamment à partir de 2006, jugée détournée de sa mission initiale.

Le dernier fonds en titre, le FNI quant à lui, destiné à la redynamisation de l'économie algérienne par le biais d'une implication directe dans des secteurs stratégiques (tel le rachat de DJEZZY par des fonds d'Etat) se voit confier les missions du financement d'opérations du secteur économique ainsi que celui des projets et d'équipements publics. Le fonds prend des participations notamment dans les petites et moyennes entreprises du secteur privé national. En d'autres termes le FNI n'est qu'un instrument d'intervention de l'Etat dans l'économie algérienne.

A la lumière de ce qui précède et en vu de la difficulté observée en matière de transformation de l'épargne nationale en investissements productifs réels, quelles seraient les retombées financières et extra-financières d'une éventuelle instauration d'un fond souverain pour l'Algérie ?

Cette question principale soulève d'autres interrogations qui sont :

- Que sont les fonds souverains ?

³ Les Réserves de change de l'Algérie ont été de 194,01 milliards de dollars en 2013 selon la Banque d'Algérie et pourrait attendre 210 milliards de dollars en fin 2014 selon les prévisions du FMI

INTRODUCTION GÉNÉRALE

- Qu'elles sont leurs formes, qu'est ce qui constitue leurs ressources et leurs stratégies d'investissement ?
- Quels effets ont-ils sur le système financier international ?
- Et enfin, Existe-t-il un manque à gagner pour l'Algérie à l'état actuel de ne pas s'être doté d'un fonds souverain, si oui comment y remédier ?

Objet de l'étude :

L'objet de notre étude est de répondre à problématique initialement posée ci-dessus. Nous nous attèlerons d'abord à tracer dans une perspective historique l'évolution des fonds souverains dans une première partie. Cette démarche nous permettra d'en donner une définition et ainsi, pouvoir les distinguer des autres investisseurs institutionnels traditionnels. De plus, dans la mesure où nous estimons que les fonds souverains ont vu le jour depuis une cinquantaine d'années, nous essayerons d'étudier les facteurs qui ont concouru à l'augmentation de leur nombre dans les pays asiatiques et émergents cette dernière décennie. L'analyse de ces facteurs permettra de dégager les critiques qui sont souvent avancées à leur égard, tout comme les réactions protectionnistes de certains pays destinataires de ces fonds.

Ensuite, dans la mesure où nous émettons l'hypothèse que la plus parts des pays émergents et asiatiques font une course effrénée à la création des fonds souverains, cette réalité pose la question de savoir pourquoi l'Algérie, alors qu'elle détient des réserves de change considérables, ne constitue-t-elle pas un fonds à l'image de ces derniers et de le doter de l'autonomie et des instruments nécessaires à son bon fonctionnement ainsi qu'à sa bonne réussite sur le plan national et international.

La méthodologie de ce travail s'articule autour de quatre chapitres. Le premier chapitre sera destiné aux définitions des principales notions concernant les fonds souverains, leurs formes, leurs caractéristiques ainsi que l'aspect législatif (institutionnel) de ces derniers. Mais aussi les facteurs qui ont concourus à l'augmentation de leur nombre cette dernière décennie.

Dans le deuxième chapitre, nous nous consacrerons à l'étude des pratiques des fonds souverains en matière de gestion d'actif, ainsi que leur allocation de ressources. Dans le même chapitre nous examinerons leurs méthodes de gestion de risque ainsi que les stratégies d'investissement les concernant.

Dans le troisième chapitre nous essayerons de mettre en clair l'impact de l'activité des fonds souverains sur le marché financier international, tout spécialement lors de la crise

INTRODUCTION GÉNÉRALE

financière de 2007 .Mais aussi nous essayerons de mettre en lumière les différentes réactions (souvent protectionnistes) que manifestent les pays hôtes à leur égard.

Dans le quatrième et dernier chapitre, nous allons centrer notre étude sur le cas algérien, de faire un état des lieux relatif aux réserves en devises du pays ainsi que des différents instruments consacrés à leur gestion. Nous tenterons par la suite de mettre en relief le manque à gagner pour l'Algérie à l'état actuel de ne pas s'être doté d'un fonds d'investissement, et ce, en se référant, par une étude comparative au cas très réussi de la Norvège mais surtout du Qatar.

Nous essayerons enfin de démontrer les avantages financiers et extra-financiers de la mise en place d'un fonds d'investissement œuvrant tant au niveau national qu'international.

Chapitre I :

Les fonds souverains, nouveaux acteurs majeurs de la finance internationale

Introduction :

Le phénomène très récent des fonds souverains nous pousse à nous poser des questions, telles celles relatives à la provenance de leurs ressources, qui en sont les détenteurs, leurs volumes réels etc.

Les fonds souverains comme leur nom l'indique ne sont pas des fonds privés mais des fonds directement gérés par l'Etat qui les détient. Avec le surplus des liquidités obtenues, ils deviennent des fonds de placements financiers dans des secteurs très variés et stratégiques.

Nous essayerons, dans ce chapitre, d'élucider des questions très pertinentes telles celles relatives à l'orientation des placements de ces investisseurs ou encore celles liées à leur stratégies d'investissements. La majorité des fonds souverains comme celui de la Chine se concentre essentiellement sur la sécurisation des réserves de change, mais aussi pour faire face aux fluctuations des matières premières qui composent la plupart des fonds tels ceux du Moyen Orient ou encore de la Norvège.

Les fonds souverains ont acquis au fil du temps une notoriété financière et économique très considérable, c'est pourquoi dans ce premier chapitre nous allons expliquer, comment ils sont devenus des acteurs majeurs de l'économie mondiale. Et cela passe par la définition de ceux-ci, de dégager leurs caractéristiques et le cadre institutionnel qui les régit mais aussi de faire un point sur les grands fonds souverains en mettant en parallèle leur évolution historique.

Ensuite, nous nous attarderons sur des points tout aussi importants dans l'explication du fonctionnement de ces fonds à savoir les ressources qui les dopent, en l'occurrence les réserves de changes mais aussi leurs provenances. Nous essayerons donc de mettre en claire la relation existante entre l'afflux des réserves de change et la création monétaire. Un point essentiel sera également abordé, celui relatif aux opérations de transfert des avoirs en change vers les fonds souverains. Nous concluons ce chapitre par des points relatifs à l'utilité de la création d'un fonds souverains.

1- Présentation des Fonds Souverains :

Après les différentes recherches que nous avons menées sur le thème nous avons constaté qu'il n'existait pas encore de définition qui soit universellement acceptée concernant les fonds souverains. Les tentatives faites à ce sujet, par de différents protagonistes afin de leur trouver une définition commune, débouchent souvent sur des énoncés vagues ou imprécis. Nous allons néanmoins, et ce parmi toutes les définitions rencontrées et qui ont été données soit par des institutions internationales soit par des experts ou encore des établissements financiers, essayer de retenir une interprétation qui sera la moins ambivalente possible.

a- Définition des fons souverains ;

Fonds Souverain -FSv- (*Sovereign Wealth Funds* -SWF- en anglais), Fonds d'Investissement public, ou encore Fonds d'État, sont toutes des appellations conjointes à ces institutions. Ce sont des fonds d'investissements appartenant à des États souverains et dont les ressources sont financées par des fonds publics puis investis dans des portefeuilles très vastes d'actifs parfois risqués, comme les actions.

Toutefois plusieurs critères établis par le FMI nous permettrons de leur donner une définition communément acceptée.

b- La définition donnée par le Fonds Monétaire International (FMI) pour les FSv :

Les fonds souverains tirent leurs richesses principalement des ressources naturelles et des excédents de la balance des paiements. A ce sujet, le Fonds Monétaire International a publié un document de synthèse établi suite à une consultation mondiale des pays ayant ces deux caractéristiques. Dans le rapport publié par cette organisation en octobre 2007 et qui porte sur la stabilité financière dans le monde, Il en ressort la définition suivante :

« Certains Etats créent des fonds gouvernementaux à objet défini, usuellement dénommés Fonds Souverains, afin de détenir des actifs pour des objectifs économiques à long-terme. Les fonds trouvent leur origine dans les recettes de la vente de matières premières, le produit des recettes de privatisations et (ou) l'accumulation de devises étrangères par les autorités ».

c- L'impossibilité d'une unique définition donne lieu à d'autres propositions. Elles sont réunies ici dans ce tableau :

D'autres institutions, experts et organisations internationales ont proposé de différentes définitions qui, loin de s'opposer, se complètent. Cette pluralité de tentatives d'éclaircissement montre qu'il n'y a pas réellement d'unanimité à ce sujet :

Encadré 1

1. Selon l'Organisation de Coopération et de Développement Economique (OCDE) :

Il s'agit de véhicules d'investissements contrôlés par les états et abondés par les échanges extérieurs.

2. La Deutsche Bank :

Les FSv sont des véhicules financiers, détenus par des Etats, gérant ou administrant des fonds publics qui investissent dans une large gamme d'actifs de nature diverse. Leurs ressources proviennent principalement de surplus de liquidités du secteur public liés à des excédents budgétaires ou des réserves officielles des banques centrales.

3. La définition donnée par Caroline Bertin Delacour, dans son ouvrage « LES FONDS SOUVERAINS - Ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale » :

« Ce sont des véhicules d'investissement étatiques, alimentés par les réserves de change autres que les réserves officielles, répondant à des objectifs macroéconomiques, investissant à long terme dans des actifs étrangers et dépourvus d'engagements explicites ».

4. La définition de Clay Lowery : Lors de son discours du 21 juin 2007¹, Clay Lowery alors Sous-secrétaire américain au Affaires internationales, a défini un FSv comme « *un véhicule d'investissement gouvernemental qui est abondé par le biais d'actifs provenant des échanges extérieurs, et qui gèrent ces actifs de manière distincte des réserves officielles.* »

¹ ROCCHI Jean-Michel, RUIMY Michel, Les Fonds Souverains, Paris : Economica, 2011. p 17.

5. Selon le CAAM² :

Les fonds souverains sont des véhicules d'investissement, créés et contrôlés par des États, qui tirent leur financement des devises étrangères. Ils sont aussi très exposés aux marchés internationaux. Le fonds souverain est donc une entité d'État à part entière, qui a pour principal but de placer les fonds issus des excédents des balances commerciales des pays.

2- Caractéristiques :

De la définition donnée par *Caroline Bertin Delacour*³, concernant les fonds souverains, il en dégage sept (07) caractéristiques communes à la plupart de ces fonds et qui sont :

1. Ils sont possédés ou contrôlés par un État. C'est le critère de souveraineté, qui les distingue par exemple des fonds de capital investissement ou des fonds spéculatifs.
2. Ils gèrent les réserves de change de cet État. Ces réserves proviennent des exportations de matières premières ou de produits manufacturés et d'excédents budgétaires.
3. Ils gèrent ces réserves de manière distincte des réserves officielles des autorités monétaires. C'est ce qui les distingue des banques centrales.
4. Ils répondent à des objectifs macroéconomiques précis, en particulier la diversification du produit intérieur brut (PIB) ou l'épargne intergénérationnelle.
5. Ils poursuivent des stratégies d'investissement de long terme, ce qui favorise la prise de risque
6. Ils investissent notamment dans des actifs étrangers, ce qui exclut les fonds qui n'investissent que dans des actifs nationaux.
7. Ils n'ont pas ou peu d'engagements explicites (ou alors ce sont des engagements à maturité très longue), ce qui les distingue des fonds de pension. En particulier, ils n'ont pas ou peu recours à l'endettement.

² CAAM Group, est le holding de gestion d'actifs du groupe Crédit Agricole. Avec un encours géré de 508,2 milliards d'euros en 2007, CAAM Group se positionne dans le Top 5 des *asset managers* en Europe continentale. Il est également, N° 1 en Europe et N°1 en France.

³ Voir Encadré-1-

3- Autres institutions financières :

Il convient de différencier les FSv des autres investisseurs, institutionnels soient-ils ou non. En effet la mise en exergue de leurs ressources constitutives (voir point traitant des ressources), nous pousse à exclure certaines entités publiques d'investissement, bien qu'il y ait souvent des zones de recoupement entre ces institutions financières et les fonds souverains;

a- les banques centrales : même s'ils peuvent conserver des liens fonctionnels à l'image de la Chine ou de la Norvège dont le fonds est géré par un département de la banque centrale pour le compte du Ministère des Finances. Les FSv s'en distinguent sur deux points : leur objectif, qui est l'investissement et non pas la conduite de la politique monétaire ou de change et leur portefeuille, qui est plus investi en action, les banques centrales étant tenues de conserver une certaine liquidité pour faire face aux variations de change est investissent par conséquent elles investissent essentiellement en obligation.

b- les fonds de pension publics : Les fonds de pension sont des investisseurs institutionnels qui gèrent les sommes qui leur sont versées par les travailleurs pour leur assurer une rente à vie après leur départ en retraite. Ils constituent un système de retraite par capitalisation qui vient compléter, le cas échéant, les systèmes de retraite par répartition. Ils sont alimentés par les cotisations des salariés, souvent complétées par celles de l'entreprise. Dans les pays anglo-saxons, ces cotisations sont obligatoires ; dans d'autres, elles sont volontaires. Les fonds de pension représentent un des acteurs les plus importants de la scène financière internationale⁴. Les fonds de pension sont développés dans la plupart des pays industrialisés

c- les entreprises publiques : les entreprises publiques, dans le sens traditionnel du terme qui prennent juridiquement la forme de société et non de fonds d'investissement et dont la fonction première est la production de biens et services et non l'investissement (placement). Le cas de la SONATRACH en Algérie, qui privilégie l'investissement (exploration dans des pays comme la Lybie ou encore la création de nouvelles filiales) à la prise de parts dans des entreprises étrangères. Même si cette tendance a été revue récemment.

⁴ La Deutsche Bank

d- Les fonds alternatifs : Les fonds alternatifs ou spéculatifs (*hedge funds*) sont des fonds d'investissement privés recherchant une performance absolue, c'est-à-dire indépendante des indices boursiers, et utilisant une large gamme de techniques et d'instruments financiers, comme la vente à découvert, les produits dérivés, l'effet de levier ou l'arbitrage.⁵

Si les *hedge funds* comme les fonds souverains sont des véhicules d'investissement, les premiers sont contrôlés par des personnes privées alors que les seconds sont possédés par des États. Les gérants de *hedge funds* investissent à titre personnel dans les fonds qu'ils gèrent, ce qui n'est pas le cas chez les fonds souverains. En outre, les mécanismes de couverture et l'endettement jouent un rôle prépondérant dans la stratégie des *hedge funds*, mais marginal chez les fonds souverains qui recherchent souvent davantage une performance relative à un indice de référence. Enfin, les *hedge funds* poursuivent des stratégies opportunistes et cherchent à tirer parti des fluctuations du marché, alors que les fonds souverains sont des investisseurs de long terme. Ceci étant dit, les *hedge funds* ont parfois des fonds souverains dans leur tour de table⁶. Tel est le cas de Och Ziff, contrôlé à plus de 50 % par ICD de Dubaï.

e- Les fonds de capital investissement : Les fonds de capital investissement ou de *private equity* sont des fonds d'investissement privés investissant au capital de sociétés non cotées et ayant recours à l'effet de levier. Ils sont le plus souvent spécialisés suivant l'objectif de leur intervention et les stades de maturité de la société cible : les fonds de capital-risque financent le démarrage de nouvelles entreprises, les fonds de capital développement financent leur expansion, les fonds de capital transmission ou de LBO (leverage buy out) accompagnent leur cession, les fonds de retournement participent à leur redressement lorsqu'elles sont en difficulté.

Si les fonds de *private equity* comme les fonds souverains sont des véhicules d'investissement, les premiers sont contrôlés par des personnes privées alors que les seconds sont possédés par des États. Les fonds de *private equity* sont focalisés sur le rendement et visent un taux de retour sur investissement de 15 % à 25 % ; les fonds souverains quant à eux

⁵ Caroline Bertin Delacour, Les fonds souverains, ces nouveaux acteurs financiers, Paris, Les Echos Editions, 2009, p66.

⁷ Idem.

sont davantage centrés sur la préservation et la diversification de leur patrimoine avec des rendements compris entre 5 % et 15%.

Ainsi, les fonds souverains sont parfois investisseurs dans des fonds de private equity. C'est le cas des fonds de Chine et des Émirats Arabes Unis, qui détiennent des participations dans les fonds américains de capital investissement Apollo, Carlyle, Blackstone, JC Flowers et TPG.

4- Présentation de l'évolution historique des principaux fonds souverains dans le monde :

Historiquement les FSv ont connu une évolution très disparate. D'abord, dans le temps ; une évolution étalée sur plus d'un demi-siècle. Ensuite dans l'espace ; de part la nature des fonds, les montants de leur dotation ou encore les sommes qu'ils gèrent.

A fin d'illustrer les développements qui vont suivre ce point du chapitre, à savoir, Les Ressources, Les Objectifs, La Stratégie d'investissement des FSv, nous allons tout d'abord étudier l'évolution historique des fonds de part le monde, mais nous analyserons aussi plus en détail certains fonds souverains qui font figure de référence (tels ceux de Singapour, d'Abu Dhabi, de la Norvège, ou encore de la Chine (respectivement, Annexes 1-2-3-4).

L'apparition et l'évolution des FSv notamment des plus importants d'entre eux dans le monde s'est faite ainsi :

🚩 En 1953, le gouvernement du Koweït décide de créer *L'Autorité d'investissement du Koweït* ou le *Kuwait Investment Authority* (KIA) qui est un organisme autonome du gouvernement et qui est responsable de la gestion et de l'administration du Fonds de réserve générale (GRF), et des actifs du Fonds pour l'avenir des générations (FGF), ainsi que d'autres fonds confiés par le ministre des Finances pour le compte de l'Etat du Koweït. KIA investit dans les marchés locaux, arabes et internationaux. Il comprend un bureau principal situé dans la ville de Koweït et une succursale à Londres, Royaume-Uni⁷. Ce fonds souverain est donc le premier du genre dans le monde.

⁷ D'après le site Web officiel du Kuwait Investment Authority (Web Official)
<http://www.kia.gov.kw/En/Pages/default.aspx>

Chapitre 1 : Les fonds souverains, nouveaux acteurs majeurs de la finance internationale.

Il sera suivi par le fonds souverain Singapourien *Temasek Holdings* en 1974 ; (voir annexe -1-)

Vint ensuite les fonds du Canada, des États-Unis et des Émirats Arabes Unis en 1976, qui sont respectivement *l'Alberta Heritage Savings Trust Fund*, *l'Alaska Permanent Reserve Fund* et *l'Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)* d'Abu Dhabi, celui-ci est considéré aujourd'hui comme étant le plus important dans le monde (Voir annexe -2-).

En 1980, le sultanat d'Oman décide de créer son propre fonds souverain, *le State General Reserve Fund*, afin de gérer les investissements de ses réserves pétrolières. Ce fond appartient au sultanat d'Oman et est administré par le Ministère des Finances.

En 1983, le gouvernement du sultanat du Brunei créé *le Brunei Investment Agency*, afin de gérer ses rentes pétrolières.

Dans les années 90, plusieurs fonds ont été créés, à l'image des fonds souverains norvégiens, lui aussi l'un des plus important aujourd'hui dans la planète finance (Chapitre IV).

Nous avons aussi le *Khazanah Nasional Bhd*, fonds d'investissement souverain malaisien créé par le gouvernement malaisien en 1993 en vue de gérer efficacement les actifs de l'Etat et d'entreprendre pour son compte des investissements stratégiques, notamment dans le secteur des hautes technologies.

Ayant débuté ses opérations en 1995, Khazanah gère fin 2011 pour 36,8 milliards d'USD d'actifs en Malaisie, mais également dans douze pays d'Asie, en Arabie saoudite, en Nouvelle-Zélande et en Grande-Bretagne. Il détient des parts significatives dans le capital de grandes entreprises d'Etat, c'est un très bon exemple de FSv investissant à dans son propre espace économique.

le *Pula Fund*, créé en 1996 par la République du Botswana.

En 1999 la république islamique de l'Iran créée le *Oil Stabilization Fund*. Ainsi ce fonds a été créé pour investir les revenus pétroliers de l'Iran et d'agir comme un stabilisateur

contre les revenus du pétrole fluctuant. Il gère une cagnotte de près de 23 milliards US. Il a été rapporté par l'Agence de presse de la République islamique l'(IRNA) que l'Iran va créer un nouveau fonds appelé *Fonds national de développement* (NDF), qui investira en Iran. Il remplacera l'actuel *Fonds de stabilisation de pétrole* (OSF). (Cette initiative ait été sans doute encouragée en premier plan par les récents déboires de l'Etat de l'Iran vis-à-vis de certains pays occidentaux).

Les années 2000 ont connues un nombre croissant de création de fonds souverains, qui s'explique majoritairement par l'envolée des prix des matières premières en cette période là, notamment ceux des hydrocarbures⁸.

✚ Ainsi en 2000, l'Algérie créa le *Fonds de Régulation des Recettes* (*Revenue Regulation Fund* – en Anglais), dont les objectifs sont de protéger l'économie du pays des chocs extérieurs et de maîtriser l'inflation (Voir Chapitre IV). La même année, le Kazakhstan décide lui aussi de créer son fonds souverain, le *National Fund*, afin de garantir un développement économique et social stable dans le pays, d'accumuler des ressources financières pour les générations futures et se protéger des fluctuations extérieures.

✚ En 2003, le gouvernement Russe décide de se doter d'un fonds souverain, le *Stabilization Fund of the Russian Federation*, avec comme objectif de réduire l'inflation dans le pays et d'isoler l'économie russe des volatilités des prix des matières premières, suite à la crise financière de 1998⁹ (Voir annexe -4-).

✚ En 2004, l'Australie créa l'*Australia Future Fund*, qui est un fonds d'épargne pour les générations futures. La même année, les Émirats Arabes Unis se dotent d'un second fonds souverain, le *Dubai International Capital (LLC)*, qui est une société d'investissement internationale basée à Dubaï. Ce fonds qui est une filiale et propriété exclusive de *Dubai Holding* a pour mission de construire un portefeuille international d'actifs commerciaux diversifiés à travers un large éventail d'industries. Il a aussi comme mission de consolider de

⁸ Record de 127 \$ US le baril en 2012.

⁹En 1998, la Russie a connu une crise financière sans précédent, qui se réalise après la crise économique asiatique de 1997. La crise est caractérisée par une dévaluation brutale du rouble et une impossibilité de la part de la Russie de payer sa dette.

diverses infrastructures et projets d'investissement de grande envergure qui sous-tendent le développement économique, social et industriel de Dubaï.¹⁰

✚ En 2005, le *Oil Reserve Fund* est fondé par le voisin Libyen; le *National Development Fund*, par le Venezuela ; le *Korea Investment Corporation*, par la Corée du Sud ; et le *Qatar Investment Authority*¹¹, par le Qatar.

✚ En 2006, l'Economic and Social Stabilization Fund et le Pension Reserve Fund sont fondés par le Chili.

✚ En octobre 2007, la Chine décide de créer à son tour un fonds d'État, le *China Investment Corporation*, basé sur le modèle du fonds singapourien *Temasek Holdings*. Qui se issa très rapidement au rend des fonds les plus actifs sur la scène financière internationale. (Voir annexe -5-)

✚ Le 7 mai 2008, le Brésil a annoncé la création d'un fonds souverain qui a été doté d'un montant de 14,2 milliards de *Reais* (soit 4,3 milliards d'euros)¹². Il pourra notamment être sollicité en cas de difficultés économiques. C'est un projet original car le fonds serait financé à l'aide des ressources fiscales du pays, et non à l'aide de ses excédents de réserves de devises, qui s'élèvent à 185 milliards de dollars. Le fonds devrait avoir comme missions d'investir dans des entreprises à l'étranger et en acquérir certaines. Avec une préférence pour les obligations aux actions dans le but d'amoindrir les risques liés à la volatilité de celles-ci.

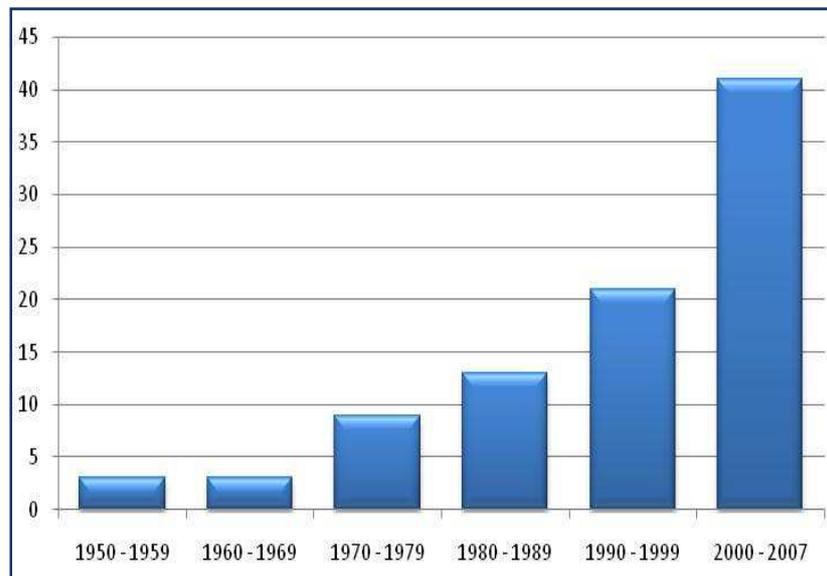
Ci-dessous un graphique représentant l'évolution historique des fonds souverains dans le monde depuis leur création, ainsi, qu'un tableau illustrant le classement de ceux-ci :

¹⁰ D'après le site web officiel du Dubai Holding <http://www.dubaiic.com/>

¹¹ Voir Chapitre III.

¹²D'après le site web le blog finance ; <http://www.leblogfinance.com/> .

Figure N°01 : Evolution du nombre de fonds souverains dans le monde :



Source: own work Date: 1er août 2009.

Historiquement donc, on peut scinder en trois grands moments historiques l'évolution de ces fonds :

Tout d'abord, les FSv sont apparus dans les pays du Golf (Emirats Arabes Unis, Koweït, Qatar), en Norvège et au Canada en raison de la nécessité de mettre en place des structures d'investissement des recettes de l'exportation des matières premières et notamment du pétrole et du Gaz. Les fonds Singapouriens, apparus en 1974 pour Temasek et en 1981 pour GIC, répondent à une même logique de long terme, à partir de ressources résultant non pas du commerce des matières premières, mais d'un excédent commercial et surtout du déséquilibre important entre l'épargne et l'investissement, conséquence du niveau élevé de l'épargne interne et d'un taux d'investissement public faible.

La seconde génération des FSv est d'apparition beaucoup plus récente et est marquée par la création de fonds d'investissement par des acteurs géopolitiques majeurs tels que la Chine et la Russie. En effet, c'est très largement à l'occasion de l'émergence de cette seconde génération que les FSv sont apparus comme sujet majeur. Non pas en raison de leurs caractéristiques propres ou d'une stratégie d'investissement particulière mais de par les ambitions géopolitiques des gouvernements qui contrôlent des nouveaux fonds. Chacun voit bien en effet qu'indépendamment même du montant géré par ces fonds, les enjeux politiques et stratégiques ne sont pas les mêmes dès lors qu'ils sont gérés non plus par des Etats à taille et à population réduite (pour mémoire Singapour et l'ensemble des Etats du Golf totalisent

environ une douzaine de millions d'habitants en excluant l'Arabie Saoudite) mais par des puissances de premier plan, telles que la Chine ou la Russie, leur apparition récente et donc leur absence d'historique significatif d'investissement dans les pays de l'OCDE accentue les interrogations pour les pays hôtes¹³.

La troisième génération est largement en devenir. C'est ou plutôt ce sera demain celle des fonds créés par les pays émergents disposant d'excédents structurels de matières premières. Parmi les nombreux projets en cours, citons ainsi outre l'Arabie Saoudite qui, après de longues hésitations, a annoncé en 2008 la création d'un premier fonds doté d'un capital initial de 5,3 milliards de \$ US (rappelons que les réserves de change de la banque de la banque centrale saoudienne s'établissent à environ 300 milliards de \$ US). Aussi à l'image de l'Arabie Saoudite nous avons aussi le Brésil, qui a créé un fonds souverain doté de 20 milliards de \$ US à la date de sa création soit en 2008 et qui représente quelques 10 % des réserves de change du pays, et dans le but était notamment de soutenir les investissements des entreprises brésiliennes à l'étranger.

Après cet aperçu historique illustrant la création et l'évolution des principaux fonds souverains de part le monde nous avons établi un tableau regroupant les 60 FSv les plus importants, où nous avons distingués le pays d'origine, le nom des fonds souverains dont il dispose, le montant de leurs actifs, la date de leur création et l'origine de leurs ressources, matières premières (MP) ou autres.

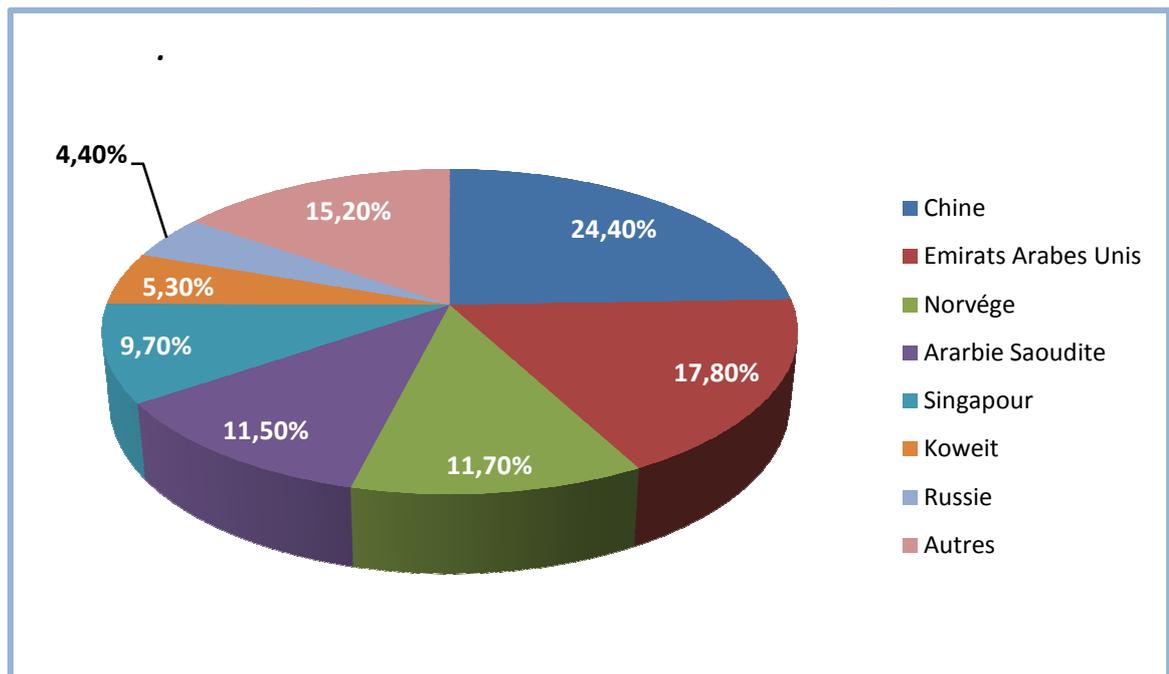
Les fonds cités dans ce tableau sont établis dans un ordre croissant, du fonds le plus doté en actifs sous gestion, à celui qui en est le moins. Aussi concernant le montant des actifs sous gestion de certains fonds qui sont plus opaques tel celui du Qatar ou encore celui d'Abu-Dhabi, qui communiquent peu ou très rarement sur leur placements, encore moins sur les montants de leur bénéfices, nous avons joint la mention NC (Non Communiquée) – (Annexe06)

Nous pouvons constater, qu'en premier plan, et par le biais de cette annexe que les Etats détenteurs de ces fonds sont très concentrés géographiquement. Au Moyen-Orient on en trouve le tiers (1/3) des fonds, en Asie l'autre tiers (1/3) et le reste du monde se partage l'autre tiers (1/3). Les Emirats Arabes Unis représentent entre 18 et 25% du total mondial, suivis par

¹³ Voir chapitre III

Singapour avec près de 10% la Norvège 12%, la Chine avec ses deux fonds, l'Arabie Saoudite, puis vient le Koweït avec 5% et la Russie près de 5% aussi, ce qui fait qu'à eux seuls, ces sept fonds gèrent 86% des fonds souverains dans le monde.

Figure N° 02 : Répartition des actifs des fonds souverains par pays d'origine en 2009.



Source : International Financial Services London 2009.

5- Les types de Fonds Souverains :¹⁴

On peut différencier un fonds souverain d'un autre selon la provenance de ses ressources ou encore le type de son fonctionnement. Ainsi, et en complément aux éléments précédents faisant part de leur évolution historique, nous constatons que cette classification ne nous donne pas une réponse claire mais surtout suffisante quant à la distinction des FSv les uns des autres de part leur typologie. En effet, d'après une analyse du FMI sur les fonds souverains, en 2008, nous pouvons distinguer plusieurs types de fonds souverains qui pourront par la suite être classés selon les Objectifs poursuivis par ces FSv (voir Annexe02)

¹⁴ Selon le site web dédié aux FSv. Les Fonds Souverains. <http://www.fondssouverains.com/132-index.html>

- ✓ **Les fonds de stabilisation** ; qui servent à garantir les finances publiques et l'économie d'un État, afin de se protéger contre la volatilité du prix des matières premières, comme celui du pétrole, du gaz naturel, du riz ou autres
- ✓ **Les fonds de réserve de pension ou fonds de réserve de retraite conditionnels** ; qui permettent de subvenir aux besoins financiers liés aux éventuels déficits de passif des fonds de pension d'un pays.
- ✓ **Les fonds de développement** ; qui ont pour but de financer des projets socio-économiques comme le développement de régions émergentes, ou bien réaliser la promotion de politiques industrielles intérieures au pays, afin de stimuler la croissance du PIB
- ✓ **Les fonds d'épargne pour les générations futures** ; qui ont pour visée de transformer des actifs non-renouvelables en actifs renouvelables, afin de diversifier son portefeuille d'investissement.
- ✓ **Les sociétés de placement des réserves** : qui sont chargées de gérer les réserves de change d'un pays, ce sont souvent les Banques Centrales qui gèrent les avoirs de réserve.

6- Cadre institutionnel des fonds souverains :

Le cadre institutionnel des fonds souverains est souvent méconnu, en raison du manque de transparence caractérisant la plupart d'entre eux. Toutefois, l'enquête appuyée mi-2008 sous l'égide du FMI auprès des fonds souverains¹⁵ à laquelle plus d'une vingtaine de fonds ont répondu sur une base volontaire. Permet de dégager les pratiques existantes des fonds les plus transparents quant à leur structure, leur gestion, leurs obligations en matière d'information et leurs règles de responsabilité et d'éthique.

Ces pratiques tendent à garantir à la fois l'indépendance opérationnelle des fonds souverains vis-à-vis du pouvoir politique et leur obligation de rendre des comptes au gouvernement ou au public. Cet équilibre est atteint en confiant la gestion à la banque centrale ou en constituant une personnalité juridique distincte, tout en exigeant une information périodique au ministre des Finances et/ou au Parlement et la publication de rapports financiers audités.

¹⁵ Fonds monétaire international, rapport du 21 mars 2008. Site web officiel, pp 36-38
http://www.imf.org/external/french/pubs/ft/ar/2008/pdf/ar08_fra.pdf

a- Structure :

Les fonds souverains sont généralement institués par une loi spéciale ou par la loi de finances, voire dans certains cas par la Constitution. Sinon, ils sont constitués et régis par un règlement.

Le gouvernement est représenté dans les organes de direction des deux tiers des fonds ; dans la moitié des cas, ses représentants sont majoritaires.

Les actifs des fonds souverains peuvent être détenus directement par l'État ou indirectement à travers une personne morale.

Ensemble d'actifs sans personnalité juridique :

Les fonds souverains, pour environ la moitié d'entre eux, sont des ensembles d'actifs sans personnalité juridique distincte du gouvernement de leur État origine ou de sa banque centrale.

C'est le cas des fonds de Norvège, d'Arabie Saoudite, d'Alberta au Canada, de Russie, du Chili et du Mexique.

Les fonds dépourvus de personnalité morale 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 gouvernementale¹⁶.

Personne morale distincte :

Pour l'autre moitié, les fonds souverains sont organisés en tant que personnes morales distinctes du gouvernement et de la banque centrale. 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, régies par le droit commun des sociétés ou des lois spéciales : c'est le cas des fonds CIC en Chine, Temasek et GIC à Singapour.

Les fonds dotés de la personnalité morale sont généralement dirigés par un conseil d'administration, comprenant en moyenne cinq à neuf membres, nommés par le ministre des Finances ou 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.¹⁷

¹⁶ Caroline Bertin Delacour, «les fonds souverains, ces nouveaux acteurs de la finance mondiale», Eyrolles, Les Échos, mars 2009, p56.

¹⁷ Ibid

Le conseil est parfois assisté de comités d'études, qui le conseillent en matière de stratégie d'investissement, d'audit et contrôle des risques, de contrôle de gestion, de rémunération et recrutement.

Le conseil est présidé par un président, choisi en son sein ou désigné par le ministre des Finances. Le président est chargé de mettre en œuvre la politique d'investissement définie par le conseil. Il est généralement entouré de dirigeants en charge de la stratégie, des opérations et des finances.¹⁸

b- Gestion :

La gestion des actifs des fonds souverains peut être faite en interne ou par des prestataires externes, selon la taille du fonds et les moyens humains et matériels dont le fonds dispose. Certains fonds ont des capacités internes importantes, comme la Norvège ou GIC (Singapour). D'autres, comme la plupart des fonds du Moyen-Orient et ceux d'Australie et de Nouvelle-Zélande, confient la gestion de tout ou partie de leurs actifs à des gestionnaires extérieurs, en général occidentaux. Ils peuvent ainsi bénéficier de leur expertise, notamment pour intervenir sur les marchés occidentaux ou sur des instruments spécialisés, profiter de leurs systèmes d'information et de leurs capacités de recherche, ainsi que réaliser des économies d'échelle. Les dirigeants internes se concentrent alors sur la définition de l'allocation d'actifs, les fonctions de contrôle et la sélection des gérants. Les commissions de gestion peuvent être forfaitaires, variables en fonction de la performance ou une combinaison des deux¹⁹.

d- Information financière :

Les fonds sont généralement tenus de préparer leurs comptes selon un ensemble défini de normes comptables. Certains appliquent les normes IFRS (*International Financial Reporting Standards*²⁰). Ou des normes qu'ils considèrent équivalentes, ou les normes IPSAS (*International Public Sector Accounting Standards*²¹) qui tiennent compte des caractéristiques particulières du secteur public. D'autres se réfèrent aux normes comptables de leur pays d'origine (*national GAAP*). Les fonds dépourvus de personnalité morale établissent des

¹⁸ Ibid. p57.

¹⁹ Ibid.

²⁰ IFRS est une norme comptable, élaborées par le Bureau des standards comptables internationaux (International Accounting Standards Board ou IASB en anglais) destinée aux entreprises cotées ou faisant appel à des investisseurs afin d'harmoniser la présentation et la clarté de leurs états financiers.

²¹

comptes, qui peuvent être séparés ou inclus dans ceux du gouvernement, ou présentent les comptes de leur société de gestion.²²

Les comptes du fonds sont soumis à audit interne. Les audits externes, quand ils existent, sont le plus souvent réalisés par des firmes indépendantes et de réputation internationale, parfois par le ministre des Finances ou une agence gouvernementale.

La communication financière varie de manière importante selon les fonds. Dans les fonds sans personnalité juridique distincte, elle est généralement assurée par l'administration chargée de la gestion du fonds.²³

Les fonds dotés de la personnalité morale peuvent être tenus de publier un rapport annuel détaillé. Ce rapport comporte des informations sur le cadre juridique du fonds, sa gouvernance, ses objectifs, sa stratégie d'investissement, sa politique de contrôle des risques, ses comptes audités et des données sur sa rentabilité.

e- Responsabilité et éthique :

Les fonds souverains rendent compte de leur gestion soit à une commission de surveillance, soit au ministre des Finances ou un haut fonctionnaire désigné (président ou gouverneur de la banque centrale), soit directement au parlement. Celui-ci peut être amené à vérifier la réalisation des objectifs définis pour le fonds.²⁴

f- Traitement fiscal :

Les fonds souverains sont-ils taxés comme des investisseurs privés ? Ou bien, ils sont susceptibles de bénéficier de l'immunité fiscale généralement reconnue aux États ?

Malgré l'abondance des investissements des fonds souverains à l'étranger, il n'existe quasiment pas de réglementation ou de doctrine sur le sujet.

Les investisseurs privés sont généralement imposés à la source dans le pays d'origine des revenus ou gains. Les conventions internationales visant à éliminer les doubles impositions, et éventuellement applicables entre l'État d'origine des revenus et l'État de résidence de

²² Ibid.

²³ Ibid.

²⁴ Ibid.

l'investisseur, peuvent réduire les taux de retenue à la source prévus par le droit interne, voire exonérer le revenu ou le gain dans le pays d'origine.²⁵

Le traitement fiscal des revenus perçus par un fonds souverain à l'étranger dépend de chaque État, source des revenus, et n'est pas toujours clair ni uniforme. La France par exemple exonère les États étrangers et leurs agences d'impôt sur les dividendes et les plus values, mais n'aborde pas spécifiquement le traitement fiscal des fonds souverains. Le Royaume-Uni applique l'immunité fiscale aux revenus perçus par les États étrangers dans le cadre de leurs fonctions gouvernementales, mais pas à leurs revenus de nature commerciale. L'Allemagne ne connaît pas de règles particulières applicables aux États étrangers ou aux fonds souverains et les impose comme des sociétés étrangères. Les États-Unis exonèrent d'impôts les revenus d'investissement et certaines plus-values immobilières perçus par des gouvernements étrangers, mais les règles divergent selon que le bénéficiaire fait partie intégrante du gouvernement ou est une entité contrôlée par le gouvernement²⁶.

Le traitement fiscal des fonds souverains varie donc, non seulement selon l'État d'origine des revenus, mais aussi selon la structure du fonds souverain.

Pour les fonds appartenant à des États ayant conclu des traités fiscaux avec les pays dans lesquels ils ont investi, le bénéfice des dispositions conventionnelles dépendra des clauses particulières du traité, de la structure du fonds, de celle de son investissement et de la nature des revenus perçus. Aussi il peut exister des accords particuliers entre un fonds souverain ou son État d'origine et un pays d'accueil, visant à définir le régime fiscal des revenus perçus par le fonds dans le pays d'accueil. Ces accords ou rescrits ne sont pas généralement pas rendus publics²⁷.

7- Principes de Santiago et notions de transparence des fonds souverains :

a- Transparence des fonds souverain : Les fonds souverains étant connus pour leur opacité, sont fortement montrés du doigt pendant et après la crise des *subprimes*, deux modes de notation ont été développés afin de mieux appréhender leur transparence et leur mode de gestion, il s'agit du *Transparency Index* du Sovereign Wealth Fund Institute, et du *Truman Index* développé par l'économiste Edwin Truman.

²⁵ Ibid.

²⁶ Ibid.

²⁷ Ibid.

g- **Définition de la notion de transparence:** Dans le domaine financier, la transparence est révélatrice de la gestion d'une entreprise ou d'un marché.²⁸ Pour les fonds souverains, la transparence concerne le mode de gestion, de gouvernance, le processus d'investissement et ses objectifs.²⁹ Ainsi, une mauvaise ou une faible transparence est assimilée à l'hésitation d'un fonds de communiquer sur tous ces éléments.³⁰ Si beaucoup d'éléments doivent être communiqués à l'actionnaire et n'ont pas à être publiés, les fonds souverains sont hostiles à un excès de transparence, qui pourrait les défavoriser sur le plan de la concurrence et nuire à leur performance.³¹

Toutefois, certains éléments auraient utilement pu figurer parmi les informations devant être publiées et le défaut de communication au public limite la responsabilité des fonds souverains vis-à-vis des citoyens.

h- Linaburg Maduell Transparency Index : Le *Linaburg_Maduell Transparency Index*, ou *Transparency Index*, est un indice de notation de la transparence des fonds souverains, développé par *Carl Linaburg* et *Michael Maduell*, cofondateurs du *Sovereign Wealth Fund Institute*. L'indice est basé sur 10 critères d'évaluation qui dépeignent la transparence des fonds souverains au public, chacun des critères attribuant 1 point ou non à la notation du fonds, selon que le critère est respecté par le fonds ou non. Le rating minimum pour un fonds est de 1, cependant le *Sovereign Wealth Fund Institute* estime à 8 le rating minimum pour qu'un fonds ait un niveau de transparence acceptable.³²

Tableau N° 01 : Les critères de transparence selon le LMTI.

| Point | Principes du Linaburg Maduell Transparency Index |
|-------|---|
| +1 | Le fonds fournit son historique, raisons de création, origine des fonds et structure de gouvernance |
| +1 | Le fonds fournit des rapports annuels à jour. |
| +1 | Le fonds fournit les pourcentages de participation et répartition géographique |
| +1 | Le fonds fournit le montant de son en-cours et rendements |
| +1 | Le fonds fournit ses directives en termes d'éthique, politique de participation et d'investissement |

²⁸ Jean Michel ROCCHI et Michel RUIMY, *Les fonds souverains*, Paris. Economica, 2011, p74.

²⁹ Ibid.

³⁰ Ibid.

³¹ Caroline Bertin Delacour, «les fonds souverains, ces nouveaux acteurs de la finance mondiale», Eyrolles, *Les Échos*, mars 2009, p170.

³² Source : Guide des Fonds Souverains Africains. Octobre 2012.

Chapitre 1 : Les fonds souverains, nouveaux acteurs majeurs de la finance internationale.

| | |
|----|--|
| +1 | Le fonds fournit ses objectifs et stratégie |
| +1 | Si applicable, informations sur les filiales et contacts |
| +1 | Si applicable, informations sur les managers externes |
| +1 | Site Internet |
| +1 | Informations sur le siège, adresse, contacts |

Source: Sovereign Wealth Funds Institute.

Les résultats par tirés cet indice de quelques fonds souverains issus des pays en développement ont pu améliorer leur image vis-à-vis de l'extérieur et de concurrencer en terme de transparence les fonds issus des pays développés. Ainsi, les fonds Mubadala (EAU), Tamasek (Singapour) et le fonds d'Azerbaïdjan obtiennent la note complète, puis suivent, le fonds brésilien et le fonds IPIC (Émirats Arabes Unis) qui obtiennent la note de 9 sur 10.

i- Truman Index :

A la différence du Linaburg_Maduell Transparency Index qui n'évalue que la transparence des fonds souverains, le Truman Index est basé sur 25 questions posées aux fonds souverains évaluant à la fois la transparence, la structure, la gouvernance et la comptabilité de ceux-ci. Il s'agit de questions fermées (Oui / Non) attribuant 1 point pour une réponse « Oui » et 0 sinon, certaines réponses autorisant des points intermédiaires du type 0.25, 0.50, 0.75. La note maximale est de 25.³³

b- L'indice de mesure des principes de Santiago ;

Le FMI a participé à la mise en place d'un groupe de travail sur les fonds souverains, l'*International Working Group (IWG) of Sovereign Wealth Funds*. Composé de 26 pays membres du FMI dotés de fonds souverains³⁴, il recense l'ensemble des pratiques et principes (GAPP ou PPGA) (*Generally accepted Principles and Practices*), que devraient suivre les fonds souverains. La réunion de l'IWG qui s'est tenue à Santiago du Chili a convenu de 24 principes, dits principes de Santiago, auxquels les fonds souverains devraient se soumettre (Voir annexe 08).

j- Les objectifs des PPGA (Principes et Pratiques Généralement Acceptés) :

³³ Ibid.

³⁴ Les membres de l'IWG sont les pays suivants : Australie, Azerbaïdjan, Bahreïn, Botswana, Canada, Chili, Chine, Émirats arabes unis et États-Unis, Guinée équatoriale, Iran, Irlande, Corée, Koweït, Libye, Mexique, Nouvelle-Zélande, Norvège, Qatar, Russie, Singapour, Timor-Leste et Trinité-et-Tobago. Les observateurs admis à titre permanent de l'IWG sont l'Arabie saoudite, Oman, le Vietnam, l'OCDE et la Banque mondiale.

Ces principes ont pour mission de représenter fidèlement l'existence de dispositifs de gouvernance et de responsabilisation. Le respect de ces principes et pratiques devrait garantir des retombées économiques et financières positives aux pays d'origine et d'accueil, plus largement au système financier international. Ils visent à faire en sorte que par leur respect, les fonds souverains améliorent leur image d'investisseur économique et financier. Et ainsi, contribuer à la stabilité du marché financier et à réduire les tentations protectionnistes à leur égard.³⁵ Ils visent aussi à assainir le mode de gestion des fonds souverains en séparant l'intérêt public de l'intérêt privé et en tentant d'instaurer des bases et pratiques saines et solides pour assurer leur gouvernance ainsi que de consolider leurs pratiques d'investissement. De ce fait, quatre principaux domaines ont été l'objet de couverture par ces principes qui exigent aux fonds souverains adhérents à se conformer et par ailleurs informer dans son cadre légal et juridique d'exercice, préciser les objectifs suivis et la coordination avec les politiques macroéconomiques, d'informer du cadre institutionnel et de gouvernance dans lequel il opère et, enfin, communiquer de son cadre d'investissement et de gestion du risque³⁶.

8- Ressource des Fonds Souverains :

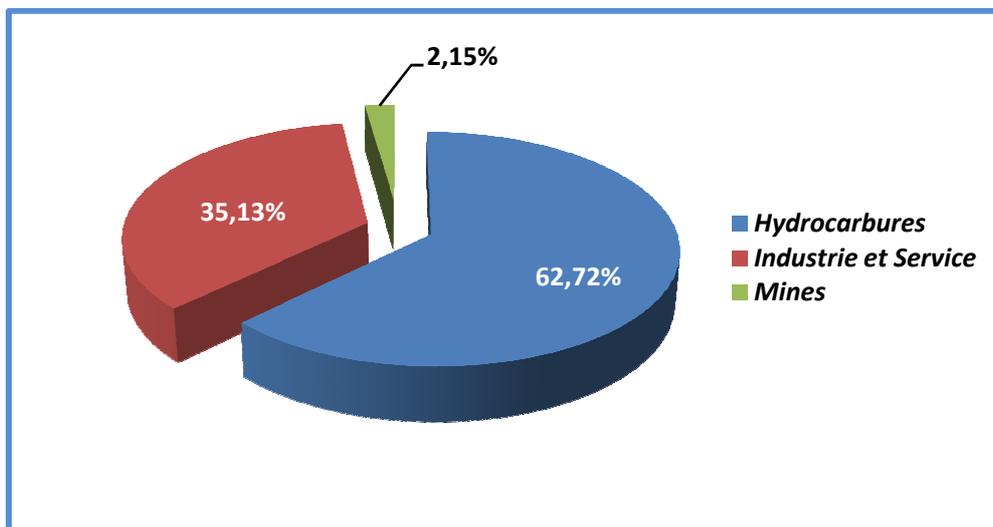
Les ressources des fonds souverains sont constituées par des excédents commerciaux, provenant des exportations de ressources naturelles ou de produits manufacturés, ou par des excédents budgétaires.

Selon les estimations du Sovereign Funds Wealth Institute, les ressources de 40 fonds souverains proviennent essentiellement des hydrocarbures à hauteur de 63%, de l'industrie et des services à hauteur de 35% le reste provenant des matières minières.

³⁵ Voir «IMF Executive Board Discusses a Work Agenda on Sovereign Wealth Funds» sur le site Internet du FMI www.imf.org/external/np/sec/pn/2008/pn0841.htm. Un document de référence intitulé «Sovereign Wealth Funds—A Work Agenda», élaboré par les services du FMI.

³⁶ Ibid.

Figure N° 03 : Ressources des fonds souverains :



Source : Moez LABIDI Lamia MAZIGH-JAIDEN, « fond et stabilité financière internationale nouveaux acteurs, nouveaux enjeux et nouvelle gouvernance », université de Monastir – Tunisie, 2009, p4.

Nous distinguerons ci-dessous les fonds de rente minière, dont les ressources proviennent des matières premières, et les fonds financés par d'autres sources.

a- Fond de rente minière :

La première source de financement des fonds souverains est constituée par l'exportation de matières premières, essentiellement le pétrole, mais aussi le gaz, le cuivre, les diamants et le phosphate. Les recettes issues de ces exportations représentent près des deux tiers des actifs gérés par les fonds souverains.

Les États riches en matières premières connaissent une économie de rente, qui se traduit par l'exploitation d'une seule ressource. L'État collecte les revenus qui en sont issus, soit directement auprès des entreprises publiques exploitantes, comme en Arabie Saoudite, où le pétrole est extrait par la compagnie publique *Saudi Aramco*, soit indirectement par le biais de taxes prélevées sur les matières premières. Une telle économie est donc, d'une part, largement dépendante du niveau des réserves de ladite ressource et, d'autre part, faiblement génératrice de croissance, car reposant sur un secteur public prépondérant³⁷.

De nombreux pays à l'instar de l'Algérie, ont subi le lourd fardeau dû à l'endettement qui a été causé par la croyance, qui était en réalité une illusion, que l'afflux des rentes d'hydrocarbures est irréversible. C'est donc pour un objectif de lissage des chocs sur les prix

³⁷ Caroline Bertin Delacour, Les fonds souverains, ces nouveaux acteurs financiers, Paris, Les Echos Editions, 2009, p.29

des ressources énergétiques et de protection contre la volatilité des revenus des hydrocarbures, que des fonds souverains ont été créés par ces pays exportateurs.

b- Fonds d'excédent commercial :

Ce type de fonds souverains est alimenté par les excédents commerciaux qui n'ont pas une relation avec les ressources naturelles, aussi dans d'autres cas, par des excédents budgétaires qui alimentent les réserves de change.

On a remarqué qu'à partir des 1997-1998, années de crise, des pays asiatiques ont pu renforcer leurs politiques budgétaires en se basant sur une politique d'exportation. Avec une balance des paiements excédentaire, ces pays exportateurs ont pu engranger des réserves de changes importantes. Ceux qui les a amené à constituer des fonds souverains, tel le Singapour.

c- Fonds d'excédent budgétaire :

Le volume important des exportations de ces pays s'explique aussi par un faible coût de la main-d'œuvre, avec un salaire moyen beaucoup plus faible qu'en Europe ou qu'aux États-Unis, et par la sous-évaluation artificielle de leurs monnaies, notamment du Yuan chinois, en raison des régimes de change en vigueur dans ces pays.

C'est dans un objectif de gestion de réserves de change tirées des exportations qu'ont été créés ces fonds souverains, à l'image de celui de la Chine, de Hang Kong et de la Corée. Avec des placements à l'étranger, ces pays ont pu éviter l'appréciation de leurs monnaies nationales. Rappelons-le, qu'en Chine, un régime de change quasi fixe avec le dollar a prévalu jusqu'en 2005, obligeant la banque centrale chinoise à acheter des dollars pour défendre la parité du Yuan. Il a depuis été remplacé par une indexation à un panier de monnaies, dont le dollar reste toutefois très majoritaire. Même si le Yuan s'est réévalué progressivement par rapport au dollar, sa sous-évaluation demeure importante.³⁸

Dans d'autres pays, les ressources des fonds souverains proviennent d'excédents budgétaires. Ils résultent de surplus fiscaux, de cotisations obligatoires de prévoyance et de retraite prélevées à des taux très élevés, de produits de ventes d'actifs ou de revenus de

³⁸ Ibid. p.32

privatisations. C'est le cas des fonds de Malaisie, de Thaïlande, du Vietnam, de Singapour (partiellement) d'Australie et de Nouvelle-Zélande.³⁹

9- Aperçu sur les réserves de change :

Il est à noter que les réserves de change sont un instrument économique à part entière, la détention de ces réserves permet essentiellement de se prémunir des attaques spéculatives monétaire à l'encontre de sa monnaie. On aura comme exemple les pays d'Asie, confrontés en 1997 à une terrible crise financière. Rappelons-le, que les bourses asiatiques bénéficiaient d'abord d'un afflux massif de capitaux étrangers qui se retirèrent ensuite, déstabilisant la monnaie puis l'économie de ces pays, et amenant la fin du système de change fixe⁴⁰. Ils auraient compris qu'il était impératif de détenir un niveau suffisamment élevé de réserves en monnaies étrangères pour pouvoir intervenir sur le marché de change.

La constitution massive de réserves de change par un pays reflète sa volonté de défendre la parité de sa monnaie nationale, Aussi améliorer sa notation de la dette souveraine, ce qui va réduire le cout de l'emprunt.

✚ Evolution des réserves de change :

Actuellement, les réserves de change mondiales ont atteint le niveau record d'environ 10 953 milliards de dollars, ce qui donne une mesure de l'offre de monnaie du système financier global et des marchés de capitaux.⁴¹

L'accélération de l'accumulation des réserves publiques s'est produite en deux étapes qui se recouvrent partiellement. La première a débuté en 2003 avec l'intervention des banques centrales d'Asie sur les marchés des changes pour contrer les pressions en faveur de la réévaluation de leurs monnaies. La seconde, qui en 2005, est venue du secteur public des pays exportateurs de pétrole qui cherchaient à recycler leurs recettes en pétrodollars sur les marchés internationaux de capitaux⁴².

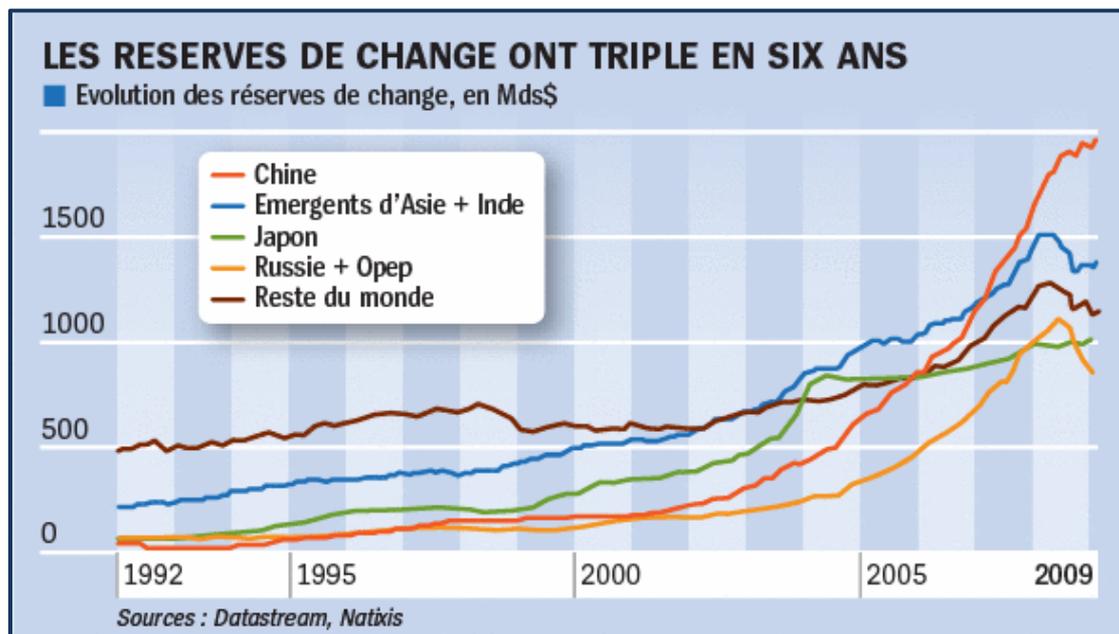
³⁹ Ibid. p.33

⁴⁰ http://fr.wikipedia.org/wiki/Crise_%C3%A9conomique_asiatique

⁴¹ Dr. Eberhardt Unger est un économiste indépendant – La Quotidienne d'AGORA. 15 mars 2013.

⁴² Jean Michel ROCCHI et Michel RUIMY, Les fonds souverains, Paris. Economica, 2011, p 43.

Figure N° 04 : Evolution des réserves de change en milliards de dollar



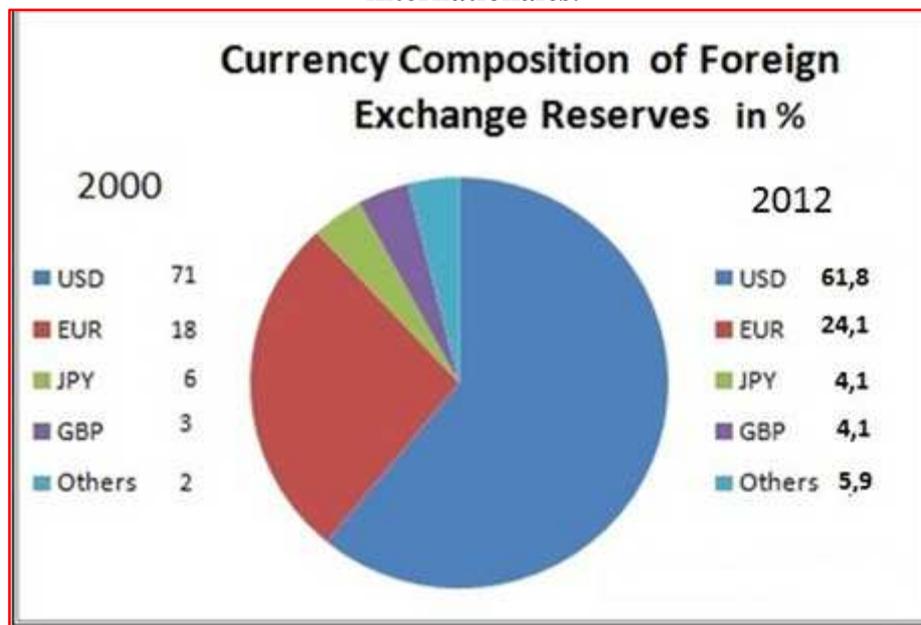
Source : Yannick Roudaut, « A quoi servent les réserves de change ? » Journal des Finances, 9 janvier 2010.

Les banques centrales réinvestissent leurs deniers dans des obligations étrangères ou des devises. La monnaie prédominante dans ces investissements est bien le dollar américain, et cela pour son caractère de monnaie refuge en temps de crise, aussi, pour son caractère de liquidité.

Actuellement en 2012, la part du dollar américain dans le système monétaire global est de 61,8%, celle de l'euro 24,1%, celle de la livre comme du yen de 4,1%. Toutes les autres monnaies librement convertibles ont une part de 5,9%.⁴³

⁴³ Dr. Eberhardt Unger est un économiste indépendant – La Quotidienne d'AGORA. 15 mars 2013.

Figure N°05 : Répartition des réserves de change mondiale sur les différentes devises internationales.



Source : FMI 2012.

10- Réserves de change et offre de monnaie (MS) :

L'accumulation de réserves de change mène le taux de change d'un pays à s'apprécier. Dans le cas d'un excédent courant croissant lié à la hausse continue des prix des matières premières, l'appréciation du taux de change peut se poursuivre et provoquer un phénomène dit de la maladie hollandaise ou « Dutch disease », entraînant :

- la diminution de la compétitivité-prix des biens échangeables produits dans le pays et l'augmentation des importations,
- le développement du chômage et la diminution de la production domestique,
- la désaffection des agents pour l'investissement productif.

L'économie devient alors une économie de rente qui importe de façon croissante tout ce dont elle a besoin⁴⁴.

Source : Gilles MORISSON, « les fonds souverains problématique et enjeux. Perspective pour l'Afrique subsaharienne », institut bancaire et financier international, Document pédagogique, octobre 2008, p 4.

⁴⁴ Gilles MORISSON, Les fonds souverains, problématique et enjeux, banque de France, 2008, p 45.

Chapitre 1 : Les fonds souverains, nouveaux acteurs majeurs de la finance internationale.

La banque centrale doit maintenir son taux de change fixe, en achetant de la devise étrangère pour ne pas permettre à sa monnaie nationale de s'apprécier.

L'inconvénient majeur d'acheter d'importantes quantités de devises sur le marché des Changes est de devoir créer à due concurrence de la monnaie nationale et d'accroître ainsi la liquidité bancaire, ce qui autorise la croissance du crédit et, par-là, de l'inflation.

Si on part de la règle qui stipule que les engagements de la Banque Centrale constituent la masse monétaire de son pays, on dressera ce bilan récapitulatif et simplifié d'une Banque Centrale :

| Bilan simplifié de la banque centrale | |
|---|---|
| Actif | Passif |
| <ul style="list-style-type: none">• Avoir en monnaie nationale• Actifs en devise étrangère | <ul style="list-style-type: none">• Dépôts de banque privée• Titres• Compte du trésor public• Monnaie nationale en circulation |

Nous avons :

$$\text{Base monétaire} = \text{Actifs domestiques nets} + \text{réserves de change}$$

Cette équation nous montre la relation directe de la base monétaire avec une éventuelle augmentation des réserves de change.

L'augmentation des réserves de change se traduit par une augmentation de la base monétaire.

$$\Delta \text{BM} = \Delta \text{R}$$

L'offre de monnaie est un multiple de la base monétaire et donc des réserves de change.

$$\Delta \text{MS} = k \Delta \text{BM} = k \Delta \text{R}$$

La banque centrale pourra remédier à ce problème en pratiquant la stérilisation de la création nette de sa monnaie centrale, en procédant à la vente de certains de ses actifs domestique (fond d'Etat).

Au total, l'accumulation de réserves de change par la banque centrale ne peut pas être infinie. Il importe donc de trouver un nouvel acteur qui portera les réserves jugées excédentaires pour les valoriser à long terme et éviter une création monétaire excessive. Il s'agit des fonds souverains.⁴⁵

11- Le transfert des avoirs en change vers le fond souverain :

Le transfert des réserves (pour la partie excédentaire) vers des fonds souverains vise à placer celles-ci à long terme avec un objectif de rendement plus élevé mais aussi comme coût associé, une cible de rendement minimum (point mort). Le fond souverain chinois (CIC) s'est ainsi financé par l'émission de bons spéciaux du trésor (4,45%), acquis par la banque centrale, pour le montant des réserves transférées au véhicule (200 milliards de dollars). Cette opération n'est donc pas gratuite.⁴⁶

L'affectation des réserves de change peut être réalisée sous différentes manières, selon que la banque centrale a en charge la gestion de ce véhicule.

a- La méthode directe :

- ***Par prélèvement sur les réserves***

Le transfert des avoirs de la banque centrale au fonds souverain peut se faire de façon directe par prélèvement sur les réserves. La banque centrale échange une partie de ses réserves contre des bons en USD, ou en monnaie nationale, émis par le fonds. Le fonds, entité autonome, gère alors directement les USD reçus sur son compte *nostro*⁴⁷USD

On prend l'exemple où la banque centrale échange un montant en dollars contre un autre équivalent en bon du Trésor américain, émis par le fond souverain. La banque centrale perd sa

⁴⁵ Jean Michel ROCCHI et Michel RUIMY, Les fonds souverains, Economica, 2011, p-43.

⁴⁶ Ibid. p.54

⁴⁷ Un compte *nostro* est une situation où dans laquelle une banque détient un compte bancaire dans un autre établissement bancaire. L'opposé du compte « *nostro* » est le compte « *vostro* » ou compte « *loro* ».

rémunération sur le placement des réserves en USD mais perçoit un revenu en USD, ou en monnaie nationale, sur les bons achetés.

▪ ***Par transfert interne***

Le transfert peut également se faire dans le bilan même de la banque centrale si le fonds souverain, bien qu'autonome, est directement géré par cette dernière.

Ces opérations ne modifient pas la base monétaire déjà créée. Le montant d'avoir publics en devises du pays ne change pas.

b- La méthode indirecte :

L'abondement des fonds souverains peut se faire d'une manière indirecte par le placement de titres auprès d'agents privés, par l'achat d'instruments financiers émis par le fond souverain et par l'affectation de recettes fiscales.

▪ ***Par le placement de titres auprès d'agents privés :***

Le fonds est financé par le placement de titres auprès d'agents économiques privés (ménages, banques...).⁴⁸

Par exemple, à la suite d'entrées nettes de devises, les établissements bancaires voient leurs avoirs à la banque centrale croître. Ils achètent grâce à ce surplus, des titres émis par le fond souverain à la banque centrale. Le fond souverain reçoit alors de l'institut d'émission, qui joue le rôle d'intermédiaire, une somme en devise représentant la contrepartie de l'émission des titres qu'il a émis.

Ce montant va lui permettre d'investir à l'étranger.⁴⁹

La liquidité bancaire est ainsi réduite, ce qui évite à la banque centrale de la stériliser par d'autres moyens, alors que le montant total des avoirs publics en devises du pays n'a pas varié.

⁴⁸ Jean Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « Les fonds souverains », ECONOMICA, 2011, p.p-56

⁴⁹ Ibid., p.56.

▪ *Par l'achat de titres émis par le fonds souverain :*

Le trésor public du pays concerné, en autres termes l'Etat, achète, à réception des taxes minières en dollars, les titres émis par le véhicule étatique, qui acquiert ainsi une partie des réserves de la banque centrale.

La base monétaire est réduite ici aussi par cette opération, ce qui évite à la banque centrale de la stériliser. Le montant total des réserves publiques en devises du pays demeure inchangé.

▪ *Par la taxation :*

Le trésor public peut également recevoir les taxes tirées de l'exploitation des gisements miniers sur un compte en dollars ouvert à l'extérieur du pays.

Il n'y a pas de création monétaire induite par l'extérieur, les entrées de devises étant stérilisées à la source.

▪ *Par excédent de recettes fiscales :*

Les ressources du fonds peuvent également provenir d'excédents de recettes fiscales en monnaie nationale. Les actifs et passifs du fonds souverain sont alors en monnaie nationale.

12- Le rendement minimum des fonds souverains :

Les fonds souverains comme les banques centrales sont en position longue sur leur actifs libellés, pour l'essentiel, en dollar américain (c'est-à-dire en position acheteur en spéculant sur une hausse des titres) car d'une part, leurs ressources proviennent majoritairement de l'exportation de matières premières (actifs libellés en dollars) et d'autre part, pour leurs placements, ils peuvent avoir des versements en dollars soit régulièrement soit ponctuellement, les marchés américains d'actifs étant les plus liquides et les plus diversifiés.⁵⁰

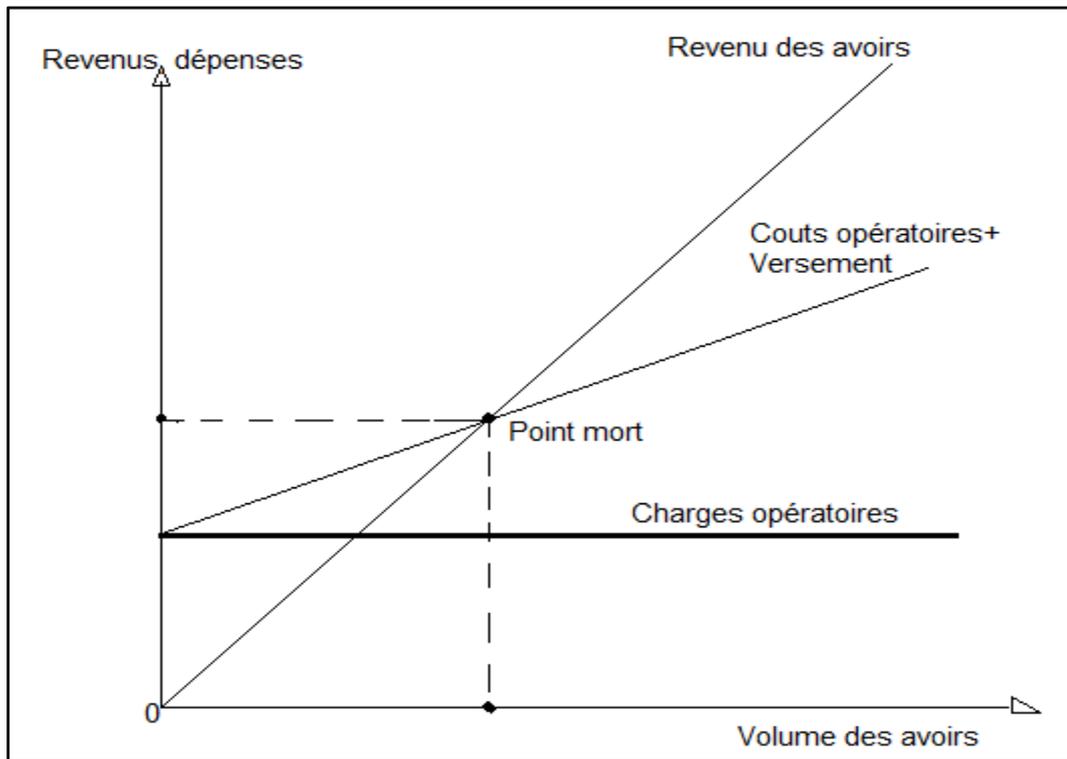
Il faut toutefois que les revenus tirés du placement de leurs avoirs équilibrent au moins les versements à effectuer et les couts opératoires pour atteindre le point mort. Le taux de rendement nominal moyen des avoirs, r , doit être supérieur ou égal au taux de versement

⁵⁰ Ibid. p.58.

Chapitre 1 : Les fonds souverains, nouveaux acteurs majeurs de la finance internationale.

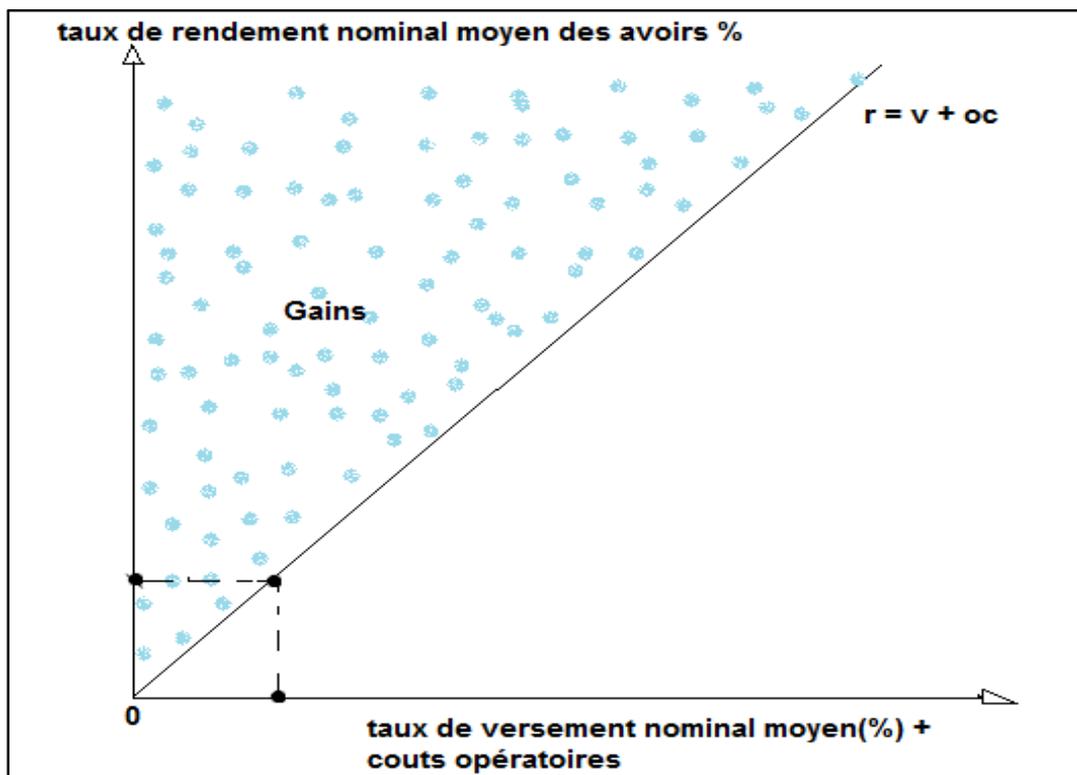
nominal moyen, v , augmenté du cout moyen des charges opératoires (frais de personnel, charges générales d'exploitation ...), OC , , soit :

$$r \geq v + OC$$



Au cas où, il n'y a pas de versement régulier à effectuer (le fond réinvestit les gains) la contrainte devient :

$$r \geq OC$$



Toutefois, les fonds souverains dont les actifs sont libellés en dollars américains peuvent avoir des versements en monnaie nationale à effectuer, soit régulièrement, soit ponctuellement. Ils encourent alors un risque de change. Il faut que le taux de rendement nominal moyen du placement de leurs avoirs, r , soit supérieur au versement nominal moyen, v , associé au coût moyen des charges opératoires, oc , et au taux de dépréciation moyen du dollar par rapport à la monnaie nationale, d , soit :

$$\begin{aligned} r &\geq v + oc + d \\ r - (v + oc) &\geq d \end{aligned}$$

13- L'utilité de la création d'un fond souverain :

La création de fonds souverains répond à plusieurs objectifs rappelés par Ivan Odonnat⁵¹ :

- préserver les pays des conséquences de la volatilité des revenus liés à l'exportation de matières premières,

⁵¹Directeur des risques des opérations chez Banque de France

- répartir la richesse tirée des ressources naturelles non renouvelables entre plusieurs générations, (l'équité intergénérationnelle).
- éviter les effets pervers liés à l'existence d'une rente⁵²,
- éviter les coûts de stérilisation et de portage des réserves par la banque centrale.

⁵² Entres autres, les conséquences du Mal Hollandais (Dutch disease).

Conclusion :

Les fonds souverains sont devenus aujourd'hui plus que jamais des acteurs majeurs de la nouvelle finance mondiale. Cette finance où dans les années précédentes on a vu un recule de des Etats à s'immiscer dans les affaires de la finances et dans les investissements transfrontalier, qui jusqu'ici n'ont été confié qu'aux entreprises d'envergures et des multinationales.

Cette tendance du retour frontal des Etats dans l'échiquier mondiale des investissements et ce via l'outil des fonds souverains, fut encouragé principalement par l'accumulation rapide de réserves de changes par des pays majoritairement situés au Moyen Orient et en Asie et ayant des excédants dans leurs balances des paiements.

Traditionnellement, les réserves de change sont détenues sous forme d'instruments peu risqués, essentiellement en bons et en obligations du Trésors américain, et les banques centrales visaient principalement un objectif de sécurité et de liquidité.

Cependant cette tendance a changée depuis l'apparition des ces nouveaux investisseurs, en effet cela s'est traduite par une augmentation de la demande de ces derniers en actifs financiers et ils ont adopté une gestion plus risquée de leurs avoirs de change.

Chapitre II :
Modes de gestion et Stratégies d'investissements des fonds
souverains.

Introduction :

Les fonds souverains sont des véhicules d'investissement. Il est dès lors judicieux de voir et de connaître leurs pratiques en matière de gestion d'actifs globale, et leurs méthodes de gestion de risque. Connue comme une répartition d'actifs sur différentes classes élémentaires, l'allocation de ressources reste comme démarche stratégique pour tous les fonds souverains, elle diffère notamment d'un fond à un autre, selon sa stratégie d'investissement. Donc, nous procéderons dans ce chapitre tout d'abord par dénombrer les différents modes de gestion pratiqués par les fonds souverains, ainsi que leur allocation d'actifs, en suite nous nous étalerons sur l'étude de la gestion des risque ainsi que les moyens qui lui y sont afférés. Nous nous intéresseront également à la mise en exergue des différentes stratégies d'investissements suivies par les fonds souverains.

I- Les modes de gestion des fonds souverains

Les fonds souverains peuvent opter dans leurs modes de gestion soit pour la gestion classique, soit pour la gestion alternative. De manière générale, les fonds ayant une large surface financière opèrent dans les deux domaines par soucis de diversification.

1- La gestion classique ou traditionnelle :

L'appellation "*gestion traditionnelle ou classique*" regroupe les types de gestion "*benchmarks*", c'est à dire visant à investir dans un type d'actif financier défini et à comparer la performance du fond à un actif de référence tel qu'un indice.

La gestion classique des fonds souverains oscille, de manière générale, entre gestion indicielle passive et gestion active.

Avant d'aborder ces deux types de gestion, nous présenterons un petit aperçu sur l'Indice de Référence (BENCHMARK).

 **Le Benchmark** : est une référence permettant d'effectuer des comparaisons. Il permet de mesurer la performance d'un acteur ou d'un titre, de l'évaluer par rapport à cette référence. Les indices sont par exemple des benchmarks. Ainsi, pour mesurer la performance d'un titre coté sur le CAC40, on compare son évolution sur une période donnée, par rapport à l'indice. Si la performance du titre est supérieure, on dit qu'il surperforme l'indice. Certains fonds sont même indexés sur un Benchmark, c'est à dire qu'ils reproduisent à l'identique les variations de l'indice CAC40 dans cet exemple. Un fond peut être aussi un Benchmark, ce fond servant de référence aux autres fonds et leur permettent par exemple de comparer leur performance sur l'année. Pour chaque marché, secteur ou type d'acteur, il ya un Benchmark⁵⁴.

a- La gestion indicielle :

La gestion passive ou **indicielle** a pour objectif de répliquer fidèlement les performances d'un marché de référence (par exemple un indice tel que le CAC 40 ou le Dow Jones), quelle que soit son évolution, à la hausse ou à la baisse. Cet indicateur est l'étalon de mesure de la performance.⁵⁵ Ce type de gestion nécessite nettement moins de travail de recherche pour le gérant, elle est souvent partiellement automatisée. De plus, les frais sont

⁵⁴ <http://definition.actufinance.fr/indice-de-reference-benchmark-431/>

⁵⁵ Jean Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « Les fonds souverains », ECONOMICA, 2011, p.p-96.

généralement moins élevés en raison d'un nombre moins important de transactions réalisées pour sa gestion.⁵⁶

b- La gestion active :

La gestion active a pour objectif de surperformer (de battre) le marché de référence (appelé "benchmark") du portefeuille géré. Le gestionnaire, à l'aide de divers outils d'analyse, va sélectionner de manière discrétionnaire les produits, titres ou secteurs les plus susceptibles de croître plus vite que le marché, ce qu'on appelle par le choix discrétionnaire de valeurs (security picking) ou bien agir par la technique appelée *le momentum de marché* (market timing).

Ce mode de gestion, en opposition à celui de gestion passive, concerne donc tous les fonds et portefeuilles qui ne visent pas à reproduire la performance d'un marché de référence, mais à faire mieux que ce dernier. La majorité des fonds utilisent ce mode de gestion.

Les fonds de gestion traditionnels peuvent être investis en actions, obligations ou titres monétaires et l'on peut dégager quatre grandes familles de fonds de ce type de gestion :

i) Les fonds actions : investis en action, comme leur nom l'indique, ces fonds peuvent être spécialisés sur les grosses capitalisations, les "small caps" ou encore sur des zones géographiques (émergents, Europe, Asie-Pacifique...) ou encore des secteurs (nouvelles technologies, santé...). Leur benchmark correspond donc généralement à un indice de référence (par exemple CAC 40 pour un fonds investi en actions françaises).

ii) Les fonds obligataires : ces fonds principalement investis en obligations "corporate" peuvent offrir différents niveaux de risque/rendement selon la proportion de leurs placements en obligation "junk"⁵⁷ ou "senior". Ils peuvent également être spécialisés sur certaines zones géographiques ou devises de référence.

iii) Les fonds monétaires : ces fonds qui présentent un risque nul (mis à part le risque de change) sont investis principalement en obligations d'Etat. Ils offrent donc un rendement proche du taux minimal d'un pays et servent principalement aux entreprises et aux particuliers

⁵⁶ <http://www.abcbourse.com/apprendre>

⁵⁷ Littéralement "obligation pourrie", une junk bond est une obligation notée BB ou en-dessous, à cause du risque élevé de défaut de l'émetteur. Aussi appelée obligation à haut rendement ou spéculative. Elles sont généralement achetées dans un but spéculatif. Les obligations à haut risque offrent des taux d'intérêt de trois à quatre points plus élevés que les obligations d'état, par nature beaucoup plus sûres.

pour placer leur trésorerie à court terme. Leur benchmark correspond généralement au taux de référence d'un pays ou devise.⁵⁸

2- La gestion alternative :

La gestion alternative est un mode de gestion récent et complexe qui cherche avant tout la performance absolue, c'est-à-dire dé-corrélée de l'évolution, à la hausse ou à la baisse, des actifs financiers traditionnels (indices boursiers, monétaires ou obligataires). La référence à un Benchmark n'a donc plus ici de sens. Cette gestion est aussi considérée comme « active » dans le sens où elle nécessite un suivi constant des portefeuilles gérés auquel des modifications sont apportées régulièrement.

La gestion alternative se base sur une multitude d'instruments financiers servant à prendre des décisions d'investissements ou de désinvestissements, voire d'arbitrages. Celles-ci sont fondées sur l'analyse de nombreux paramètres économiques, financiers ou techniques tels que, par exemple, la volatilité d'un marché, sa liquidité, ses tendances, l'écart relatif avec un autre paramètre de marché, la qualité de crédit des émetteurs de titres, ou la probabilité de la réalisation d'un événement. En d'autres termes, la gestion alternative oublie toute référence à un benchmark et se donne comme ligne directrice l'optimisation du couple rendement/risque.⁵⁹

Ce mode de gestion est composé de plusieurs styles de gestion différents, nous allons étudier les 3 principaux:

a- La gestion « global macro » :

La stratégie « global macro » est la stratégie de gestion alternative la plus performante sur le moyen terme. L'idée de base est d'élaborer une opinion générale sur l'évolution des principales variables macro-économiques des différentes zones du monde. Les gérants alternatifs prennent des positions (acheteuses ou vendeuses) à partir d'anticipation sur les divers agrégats économiques que sont le PIB (ou PNB), le taux d'intérêt, le taux de change et/ou l'évolution des prix des matières premières.

⁵⁸ <http://www.abcbourse.com/apprendre>

⁵⁹ <http://www.gespriv.com>

b- La gestion « long/short equity »:

Elle ne désigne pas le fait de spéculer, mais de se couvrir. L'idée principale du Long/Short Equity consiste à diagnostiquer des déviations de valeur sur le marchés et de vendre à découvert, donc prendre une position « short », l'actif surévalué pour ensuite acheter, c.-à-d. prendre une position « long », l'actif sous-évalué. L'opération est financée par la vente à découvert car les sommes encaissées peuvent être utilisées pour acheter l'actif sous-évalué.⁶⁰

Quel est l'impact des variations des actifs. En ce concerne la position « long », le rendement est positif lorsque l'actif en question s'accroît. La position « short », quant à elle, fonctionne de manière inverse. Le rendement est positif lorsque l'actif perd en valeur.⁶¹

c- La gestion « event-driven »:

Traduite littéralement « conduite par les évènements », cette stratégie de gestion alternative se base sur des situations spéciales dont elle tire les avantages: les fusions/acquisitions et les faillites/restructuration (distressed securities). Les gérants s'intéressent aux entreprises en difficulté, proches de la faillite, dont ils estiment les chances de restructuration. Ces sociétés en difficulté financière sont généralement sous-évaluées et donc dotées d'un fort potentiel de restructuration en cas de redressement. La gestion traditionnelle ne porterait aucun intérêt à ce genre d'entreprises, mais la gestion alternative « event-driven » considère en premier plan les entreprises qui se restructure et remboursent leurs dettes pour assainir leur structure à moyen terme.⁶²

3- L'allocation stratégique :

L'allocation globale d'actif est définie généralement par la répartition d'actifs en trois classes élémentaires : liquidités, actions et obligations. Dans un objectif de diversification suffisante, les gestionnaires offrent, en plus des classes pré citées, deux autres appelées respectivement « gestion alternative » et « produits dérivés », la première qui comprend les hedge funds, private equity et immobilier. D'autres actifs peuvent coexister, on citera l'Or, matières premières, œuvres d'art.

La plus part des fonds souverains sont donc des véhicules d'investissement multi-classes et multidevises.

⁶⁰ <http://www.next-finance.net/Qu-est-ce-que-le-Long-Short-Equity>

⁶¹ Idem.

⁶² <http://www.gespriv.com/la-gestion-alternative.html>

La détermination de l'allocation d'actifs des fonds souverains reste un travail compliqué en raison du caractère discret de ces derniers et de peu de sources statistiques sur ce sujet.

Nous allons aborder le sujet de l'allocation stratégique par une étude macroéconomique des portefeuilles des fonds souverains.

a- Approche macroéconomique des portefeuilles des fonds souverains.

Cette partie s'appuie sur une étude menée par le Prequin⁶³ Report qui fait autorité dans le domaine. Une étude qui porte sur une enquête d'opinions menée auprès des gestionnaires de ces fonds.

L'attrait des gérants par les placements en actions (85 % des personnes interrogées déclarent détenir des actions en portefeuille), peut être expliqué par le caractère liquide de cette classe d'actifs et la profondeur de leurs marchés qui offre les meilleurs rendements sur le long terme.

76% des individus qui ont participé au sondage disent détenir des produits de dette, en particulier de type obligataire. Ce type d'instruments recèle de nombreux risques⁶⁴, en particulier celui de la contrepartie.⁶⁵

- pour l'immobilier, les investisseurs sont fortement représentés (56% des réponses), il s'agit d'un actif tangible (risque de perte de la totalité du capital a priori exclu, qualité non négligeable en période de crise), qui, mis en location engendre des flux de trésorerie réguliers pluriannuels.⁶⁶
- 61% des répondants déclarent avoir investi dans des infrastructures. Ce fort taux des placements dans des infrastructures répond au paysage des affaires des pays émergents.
- plus d'une société sur deux a investi dans le capital investissement. Le risque caractéristique du private equity est d'offrir contre des fonds bloqués sur une période allant de 8 à 12 ans (Hard lock-up period), un retour sur investissement (TRI-taux de rendement interne) élevé, de l'autre de 20 à 30% sur une base annualisée. Enfin, ils sont plus d'un tiers à déclarer à avoir investi dans les hedge funds.⁶⁷

⁶³ Bureau de conseil financier britannique Preqin.

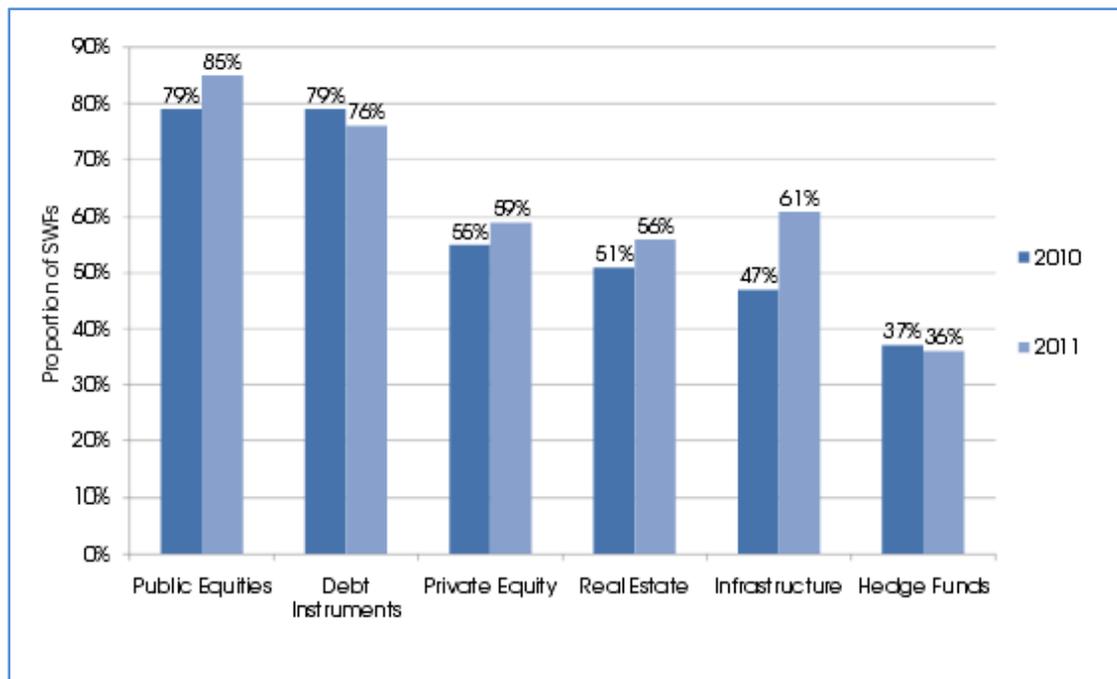
⁶⁴ Le risque de contrepartie correspond à la probabilité de défaillance d'un emprunteur ou d'une structure donnée.

⁶⁵ Jean Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « Les fonds souverains », ECONOMICA, 2011, p100.

⁶⁶ Idem, pp.101

⁶⁷ Idem.

Figure N° 06: Proportion d'investissement des fonds souverains dans chaque classe d'actifs, 2010 vs. 2011.



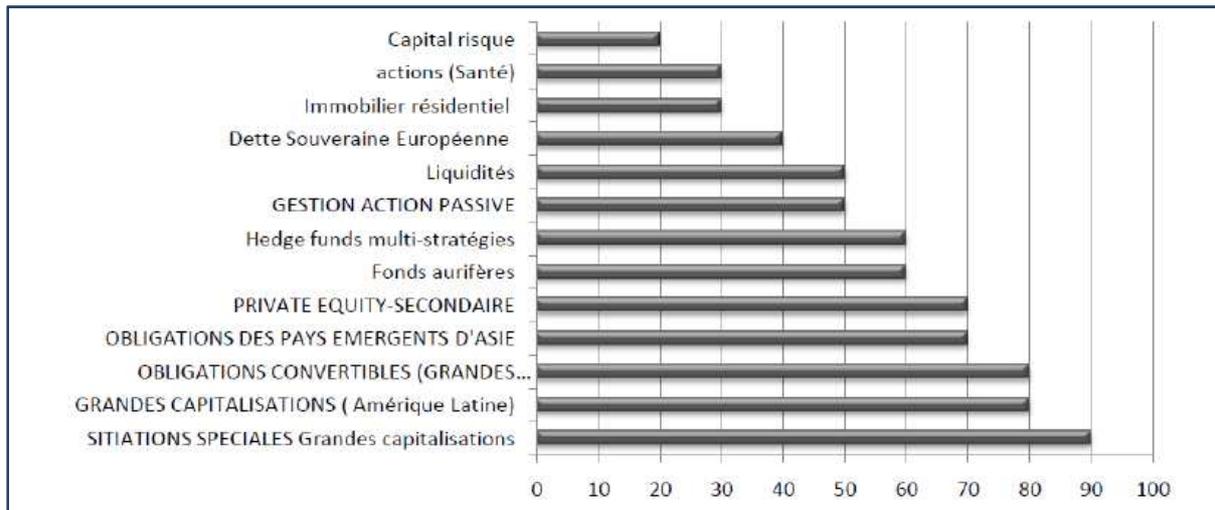
Source: Prequin Sovereign Wealth Fund Review, 2011.

a- Approche dynamique

Le Sovereign Wealth Funds à élaboré un indicateur prospectif (consensus demand meter) visant à déterminer les investissements vers lesquels les fonds souverains entendent investir (en terme d'allocation d'actifs, par secteur, et par stratégies) dans les mois à venir ;

Dans les deux graphiques suivants, nous verrons les choix des fonds souverains, en matière de choix d'allocation d'actifs et de composition de leurs portefeuilles pour le premier trimestre et le troisième trimestre pour l'année 2010.

Figure N°07 : Les résultats du consensus demand meter (1er trimestre 2010).



Source : www.swfintute.org

Cet indicateur s'appuie sur différentes rubriques :

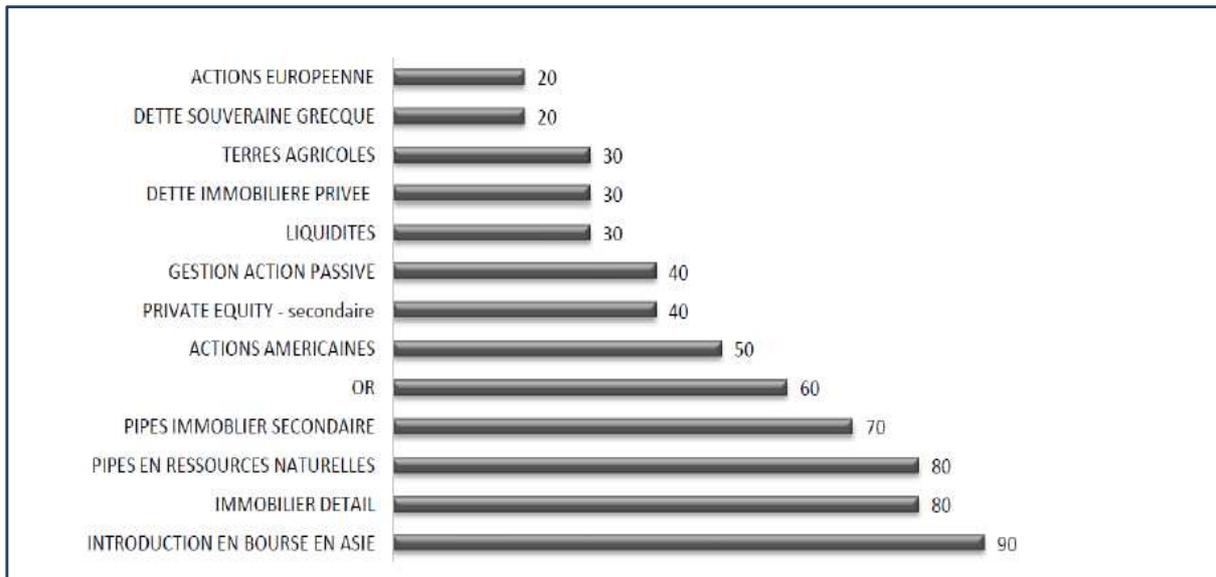
- les grandes capitalisations dont celle d'Amérique latine.
- les obligations convertibles de groupes opérant sur les matières premières.
- les produits de taux de pays asiatiques émergents.
- le marché secondaire du capital investissement;
- divers fonds aurifères, fonds spéculatifs multi stratégies;
- les actions de fonds de portefeuille ;
- Les liquidités (Cash).

Nous avons pris en considération la dette souveraine européenne (European Sovereign Debt), l'immobilier résidentiel (Residential Real Estate), les actions du secteur de la santé (Equities- Healthcare), le capital risque (Venture Capital).

Un niveau de 100 décrit un investissement attractif pour la majorité voir une grande proportion de fonds souverains. A l'inverse, un niveau de 10 reflète le manque total d'attrait.

Cet indicateur, construit à partir d'information de marché et de sondages auprès des fonds souverains, est par nature incertain, indicatif.

Figure N°08: les résultats du consensus demand meter (3eme trimestre 2010).



Source : www.swfintute.org

Au cours du troisième trimestre 2010, les cibles d'investissements ont été des classes d'actifs très différentes : introduction en bourse en Asie, immobilier en direct, placements privés dans les matières premières, immobilier secondaire, or.

En ce qui concerne les secteurs de l'immobilier, et selon CB RICHARD Ellis⁶⁸, les fonds souverains devraient devenir l'un des plus importants investisseurs du marché de l'immobilier mondial, avec un investissement potentiel de l'ordre de 725 milliards de dollars au cours des 7 prochaines années.

Pour les matières énergétiques, Les fonds provenant de pays en manque de ressources naturelles, comme la Chine, cherchent à prendre le contrôle d'entreprises étrangères d'exploitation ou de transformation de matières premières dans le but de sécuriser l'indépendance énergétique de leur pays.⁶⁹ Ce qui explique l'engouement des fonds souverains pour les produits des secteurs énergétiques.

b- Allocation selon les zones géographiques :

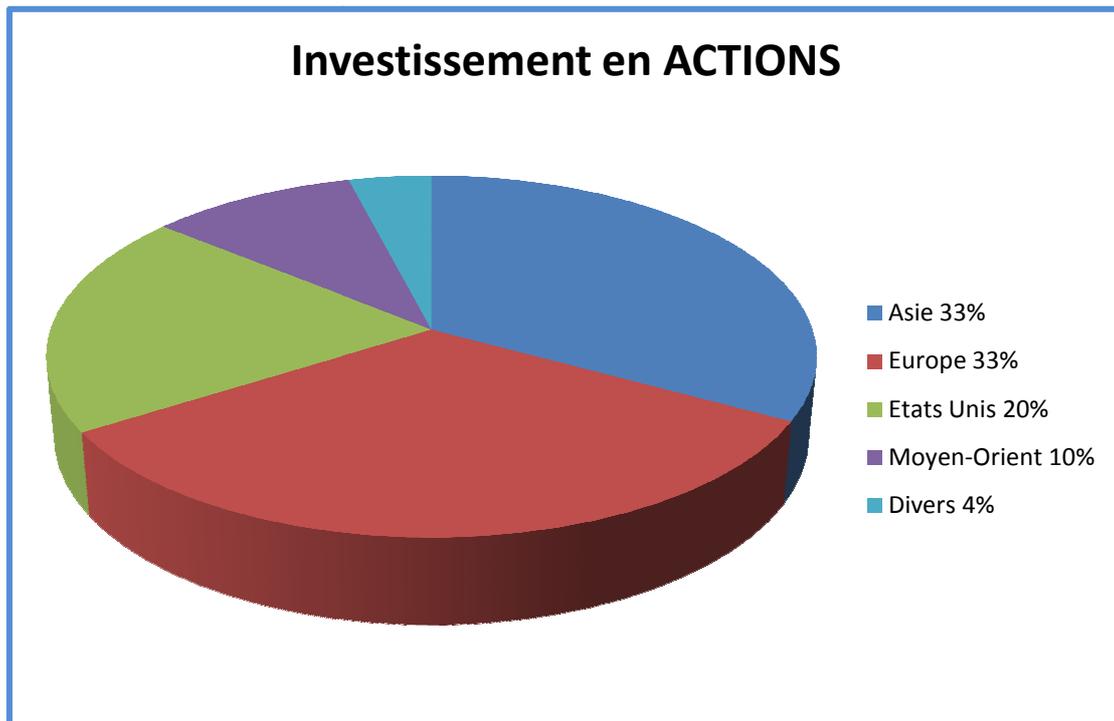
Bien que les investissements des véhicules asiatiques fussent majoritairement orientés vers leurs marchés domestiques ou leurs zones géographiques proches, ceux du Moyen-Orient

⁶⁸ CBRE est un groupe américain de conseil en [Immobilier d'entreprise](#).

⁶⁹ Caroline Bertin Delacour, Fonds souverains : produits de l'énergie et investisseurs dans l'énergie, Edition Choiseul, 2009.p70

onteu tendance à privilégier les États-Unis et la Grande Bretagne qui concentrent, chacun entre 15% et 17% de leurs placements en actions. Le manque de support d'investissement (asset shortage) sur les marchés financiers domestiques Des pays émergents est un élément contribuant contribuant à expliquer cette orientation des investissent vers les marchés financiers américains ou européens.⁷⁰

Figure N°09: Investissement en Action des fonds souverains.



Source: OCDE "are sovereign Wealth Funds'Investments Politically Biased ? A Comparison with Mutual Fund", 2009

II- Gestion de risque :

Les fonds souverains comme les autres investisseurs institutionnels encourent toutes formes de risques, c'est pour cela qu'ils adoptent des techniques pour bien le contenir.

1- Définition du risque financier :

La notion de risque peut être définie comme un engagement portant une incertitude dotée d'une probabilité de gain ou de préjudice, que celui-ci soit une dégradation ou une perte.⁷¹

⁷⁰ Jean Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « Les fonds souverains », ECONOMICA, 2011, p.p-66

⁷¹ M. ROUACH, G. NAULLEAU., le contrôle de gestion bancaire et financière, p.310 Paris, 1998

2- Les différents types de risques ⁷²:

Tout investisseur est exposé à de nombreuses sources de risques. On s'entend généralement sur quatre grands types de risques : Le risque de marché, le risque de crédit, le risque opérationnel et le risque de liquidité.

a- Le risque de marché C'est le risque de perte financière suite à une évolution défavorable des marchés financiers. Les quatre principales catégories de marchés financiers sont:

- ✓ les taux
- ✓ le change
- ✓ les actions
- ✓ les matières premières

Exemple d'un investisseur qui achète une action d'une société cotée, est soumis au risque de baisse de la valeur de ce titre.

Ou encore: l'action Alcatel qui est passée de 11€ en 2006 à moins de 3€ en 2010.

b- Le risque de crédit : C'est le risque de perte encouru en cas de défaillance de contreparties dans l'exécution de leurs engagements et obligations vis-à-vis de lui.

Exemple: un investisseur qui achète une obligation Eurotunnel est en position de prêteur de cette société. Il subit une perte quand celle-ci restructure sa dette en 2006.

c- Le risque opérationnel : Il désigne l'ensemble des risques de pertes dues à une inadéquation ou à une défaillance des procédures de l'établissement, de son personnel, des systèmes internes ou à des événements extérieurs.

Le risque opérationnel est propre à ceux qui effectuent le traitement des opérations. Il est surveillé en tant que tel, et doit normalement être sans conséquence pour le client.

Exemple: un investisseur détient un portefeuille titres dans une banque. Celle-ci les prête de façon frauduleuse sans l'en informer. Si la banque fait faillite entre temps, l'investisseur peut ne pas récupérer ses titres: il est confronté à un risque opérationnel.

⁷² Cette partie s'appuie sur les cours en ligne proposés par le site financier First-Finance Consulting.

d- Le risque de liquidité : C'est le fait de ne pas pouvoir céder facilement une position du fait de l'absence de contrepartie sur un marché. C'est le cas, en général, quand les marchés chutent brutalement.

Le risque de liquidité constitue un risque majeur pouvant conduire à la faillite d'un établissement.

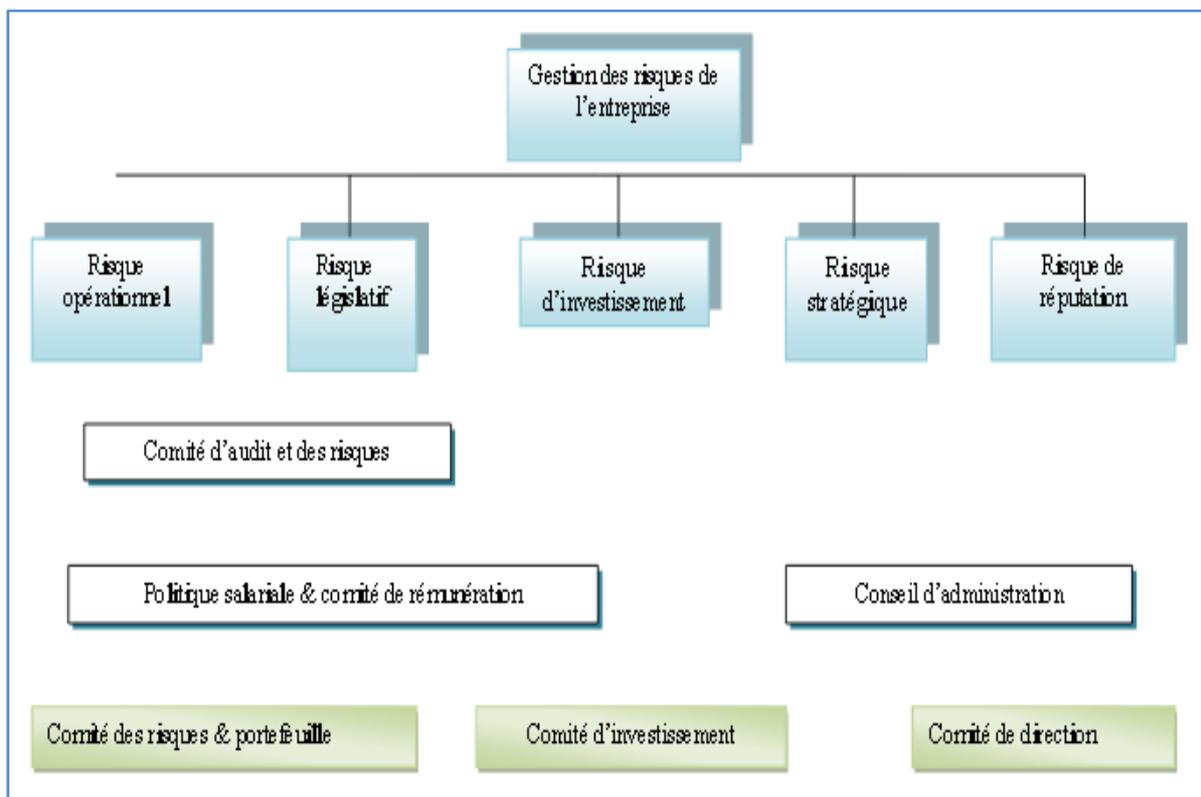
Exemple: lors de la crise des subprimes de 2008, plusieurs fonds se sont trouvés dans l'incapacité de valoriser leur portefeuille d'actifs toxiques (CDO) du fait de l'absence de marché. Il n'était plus possible pour les épargnants de vendre leurs parts

✚ Le modèle organisationnel

Lors du congrès 2010 de l'IFSWF (Sydney), le sous-comité en charge des investissements et du risk management a proposé l'organigramme reproduit dans le schéma ci-dessous.

On remarque que le conseil d'administration et le comité exécutif ont en la gestion des risques en s'appuyant sur différents comité techniques à savoir : le comité d'investissement, le comité d'audit et le comité des risques et du portefeuille.

Figure N°10 : Organigramme préconisé par l'IFSWF

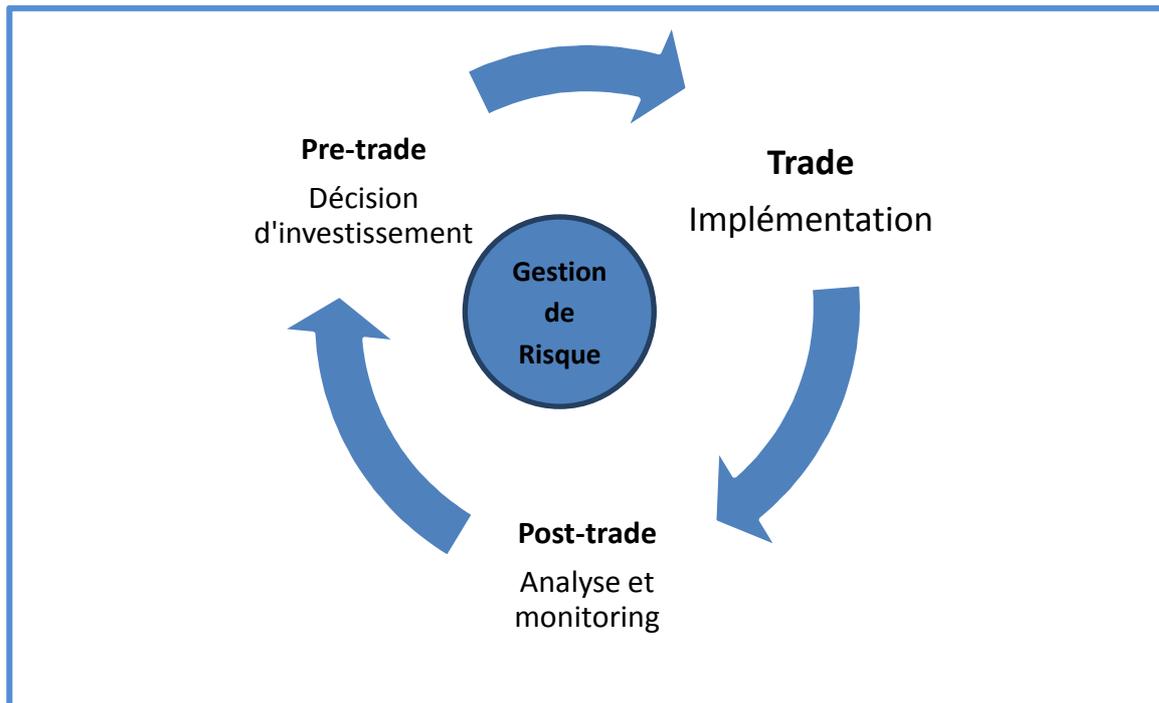


Source : IFSWF Sydney 2010

3- La gestion des risques en tant que processus continu : ⁷³

Lors du congrès 2009 de l'IFSWF (2009), le sous-comité en charge des risques a proposé un processus en trois étapes : la phase préalable à l'investissement, la mise en œuvre de celui-ci et le suivi des positions, conforme au standard de l'industrie de l'asset management.

Figure N°11 : Séquence de gestion des risques en mode continu.



Source : IFSWF Bakou (2009).

a- Décisions à prendre avant l'investissement (pré-trade)⁷⁴ :

Il s'agit de déterminer, dans cette phase, les objectifs et le cadre de gestion des risques :

C'est aussi répondre à certaines questions qui sont les suivantes :

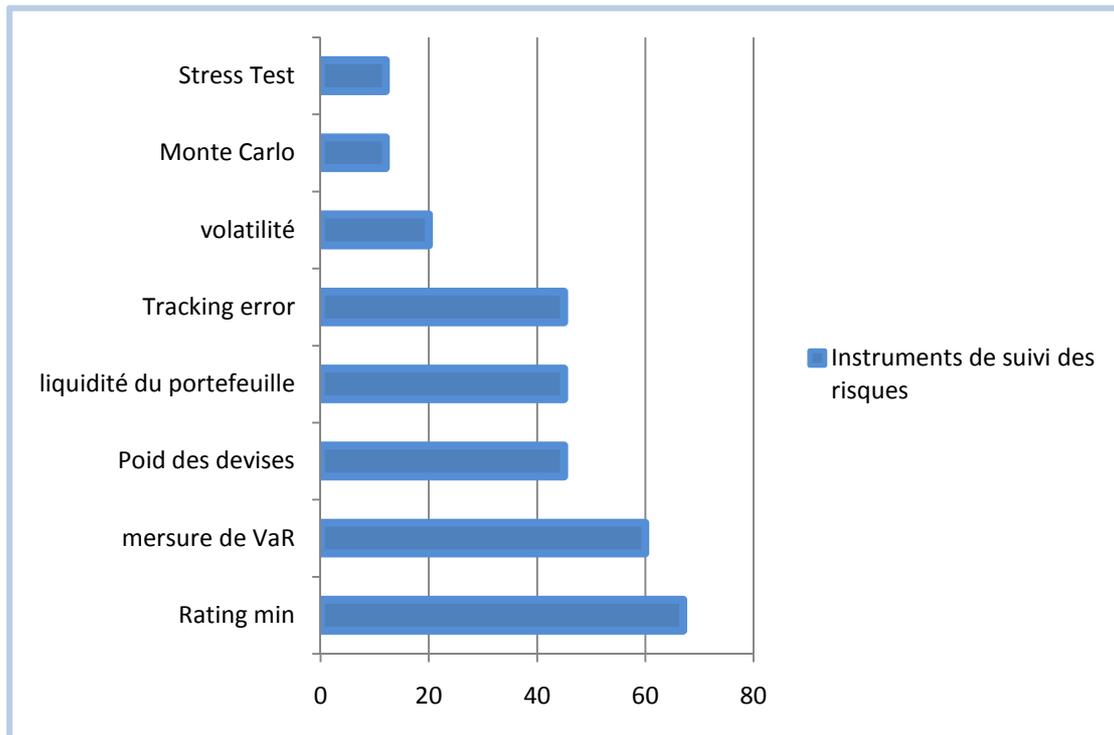
- Quel niveau de risque accepter (lequel va influencer les performances) ?
- Quelle sera l'allocation stratégique optimale (laquelle doit différer selon les profils des fonds souverains) ?
- Quelle exposition en termes d'alpha⁷⁵ ? Et, par voie de conséquence, quelle est la part de la performance attribuable aux évolutions du marché (Bêta)⁷⁶ ?

⁷³ Jean Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « Les fonds souverains », ECONOMICA, 2011, p.p-113

⁷⁴ Idem.

Selon une étude de l'International Working Group (2008), les instruments d'évaluation des risques majoritairement utilisés sont la notation financière jugée acceptable et le recours à la Value-at-Risk⁷⁷(VaR), le modèle de mesure des risque dominant dans les institutions financière. Viennent ensuite la liquidité du portefeuille, la tracking error . Les instruments sophistiqués (simulation de Monte Carlo, stress test) sont peu utilisés⁷⁸.

Figure N°12 : Instruments de suivi des risques.



b- Mise en œuvre de la décision d'investissement (trade –implémentation) :

Comme son nom l'indique, dans cette étape on procède à l'implémentation ou à la réalisation de l'investissement comme prévu dans la première phase. Les grands fonds se heurtent souvent au principe de réalité. En effet, les retards dans l'achat/vente peuvent engendrer des différences de prix de revient/de sortie très significatives⁷⁹.

⁷⁵ L'alpha mesure la surperformance d'un portefeuille, d'une action ou un d' titre par rapport à sa performance théorique.

⁷⁶ Le Beta mesure la variation du rendement d'un titre par rapport à une variation unitaire de celle du marché .

⁷⁷ VaR ou « valeur sous risque » est une notion utilisée généralement pour mesurer le risque de marché d'un portefeuille des titres. Elle correspond au montant des pertes qui ne devrait être dépassée qu'avec une probabilité donnée sur un horizon temporel donné.

⁷⁸ Jean Michel ROCCHI et Michel RUIMY, « Les fonds souverains », ECONOMICA, 2011, p.p-114

⁷⁹ Idem, p.p-116

c- Analyse des risques et suivi du portefeuille (Post-trade analysis and monitoring) :

Il s'agit d'une phase fondamentale car elle assure un retour d'expérience (feedback) entre l'après investissement et l'allocation décidée. Dans cette phase peuvent être abordés les sujets relatifs aux performances (nettes, par rapport à la concurrence, position par rapport à un Benchmark ...) ⁸⁰

4- La prise en compte des spécificités de chaque fonds souverains

Il n'existe pas un modèle uniforme de gestion des risques applicable aux fonds souverains. La prise en compte des spécificités que comportent certains fonds est nécessaire pour mieux corréler les bonnes pratiques aux objectifs.

a- Les souverains ayants des engagements :

Ici se pose la question de la part consacrée pour les actions dans l'allocation globale d'actifs. Le choix dépend de la capacité d'une économie à être compétitive sur le long terme (fonds abondés par des excédents commerciaux) ou de la durée d'exploitation de gisement de ressources naturelles. Par ailleurs, un fonds à engagement doit sous pondérer les classes (placements) peu liquides (private equity, immobilier) en suivant la maturité moyenne des placements, autrement dit, limiter la place des placements peu liquides dans l'allocation globale d'actif selon le temps nécessaire pour transformer, en cas de besoin, le portefeuille en cash ⁸¹

b- Les fonds commodity :

Les fonds pétroliers encourent un risque spécifique lié à la durée d'exploitation des réserves pétrolières. Des études académiques convergentes préconisent une surpondération des obligations souveraines (optimisation des revenus fixes et minimisations du risque de contre partie) en fonds de la part des revenus dans le fonds. ⁸²

À ce propos, l'IFSWF (congrès de 2009) par le biais du sous-comité en charge de la gestion des risques a proposé la répartition du portefeuille suivant le montant des revenus issus du pétrole. En matière de risque management, les fonds de matière première à domination pétrolière ont souvent les pratiques liées à la recherche de la diversification.

⁸⁰ Idem, p.p-117

⁸¹ Idem, pp 119

⁸² Idem

S'agissant de la détention d'actions, l'exclusion des valeurs pétrolières des portefeuilles est envisagée et, en matière d'investissement dans le secteur de l'énergie, l'orientation est de se limiter aux énergies alternatives.

III- Les stratégies d'investissement des souverains :

S'attacher à la description des stratégies d'investissements des FSv importe autant que de distinguer leur définition ou de dégager leurs caractéristiques.

Aussi, mettre en exergue les stratégies d'investissements de ces fonds nous permet de les classer et de les distinguer les uns des autres - élément en complément au titre qui traite de la typologie des FSv cité au premier chapitre -.

En effet, précisons d'abord et avant toute chose que tous les fonds d'investissement, comme certaines définitions veulent bien nous le faire croire et qui ont été cités dans le premier élément du premier chapitre, n'ont pas pour vocation première d'investir hors de leurs frontières économiques. Prenons à titre d'exemple, le Khazanah, le fonds malaisien. Qui a été doté lors de sa création de 25 milliards de dollars, et qui ne procède qu'à des investissements domestiques. L'idée selon laquelle les FSv ne deviennent un sujet que s'ils investissent à l'étranger dénote, encore une fois à travers cet élément, de la complication de donner une définition commune aux FSv. Idem pour la/ou les stratégies d'investissements, l'exercice d'explication de cet élément est autant plus difficile, en raison d'une part de la grande diversité des situations existantes - diversité des FSv et des politiques que leur ont imposés les pays propriétaires - et d'autre part sur le manque de données disponibles sur les dites stratégies d'investissement (en effet la transparence de certains pays quant à la politique qu'ils mènent grâce aux placements entrepris via leurs fonds reste un mystère et un élément d'inquiétude pour les pays hôtes) – voir le Point traitant de la politique de protectionnisme -.

Mais il est aussi à noter que certains pays possèdent plusieurs fonds, séparant ainsi marché intérieur et international. Aux Émirats arabes unis, par exemple, l'*Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)*, vise l'épargne intergénérationnelle, alors que *Mubadala* s'efforce de diversifier et de développer l'activité économique dans des secteurs en expansion. L'allocation de leurs actifs repose sur l'évaluation du risque et des contraintes spécifiques à chaque fonds. Autrement dit, l'allocation stratégique des actifs des fonds d'investissements souverains pourrait en principe être déterminée en fonction des risques spécifiques aux quels est confrontés le pays. A titre d'exemple, l'allocation optimale des actifs des pays producteurs

de pétrole peut être diversifiée aux profits d'actifs n'ayant pas de corrélation avec les cours pétroliers. En revanche, on sait que la plupart des pays asiatiques importent des matières premières, et pourraient donc couvrir leurs risques en prenant des positions longues sur des contrats à terme ou d'autres actifs étroitement corrélés avec les cours de matières premières.

1- Stratégies d'investissement prudentes :

En créant, un fonds alimenté par une fraction des recettes provenant de ces exportations, les économies en question capitalisent des ressources financières en période de croissance qui pourront être utilisées en cas de conjoncture difficile et lissent ainsi la variabilité de leurs revenus. Leurs avoirs doivent, pour cela, être majoritairement investis en titres liquides et peu risqués. Les quatre autres types de fonds souverains pourront en revanche s'engager dans des stratégies de plus long terme. Les fonds d'épargne sont traditionnellement investis à long terme dans des actifs de nature variée, tout comme les sociétés de placements des réserves qui ont pour mission de gérer activement des réserves de change afin qu'elles puissent fournir un surcroît de rémunérations. De la même façon, les fonds de développement « servent généralement à financer des projets socioéconomiques ou à promouvoir des politiques industrielles pour stimuler la croissance de la production potentielle d'un pays »⁸³, tandis que les fonds de réserve pour les retraites conditionnelles permettent enfin de faire face (à l'aide de ressources autres que les cotisations de retraite des particuliers) à des engagements imprévus non spécifiés au titre des retraites dans le bilan de l'État.⁸⁴

Malgré le caractère prudent des fonds souverains, certains d'entre eux ont tendance à diversifier leur portefeuille. Cette stratégie d'investissement peut être comparable à celle des fonds de pension, et cela s'explique par leur horizon d'investissement qui est le plus souvent de long terme ce qui par conséquent peut tolérer des fluctuations de court terme. Mais on ne reste pas là, car une portion des fonds souverains investissent dans des actifs plus risqués, et ce, pour un taux moyen de 40% dans l'immobilier, *private equity* et produits de base.

2- Stratégies d'investissement offensives :

Les risques encourus par les entreprises étrangères sont étroitement liés à la stratégie adoptée par les fonds souverains et leurs objectifs. Cette politique agressive pourra donner au

⁸³ Mark Allen, Jaime Caruana, "sovereign Wealth Funds –A work agenda", IMF-MCPDR, February 29, 2008, pp.5

⁸⁴ Bertrand Blancheton et Yves Jégourel « Les fonds souverains : un nouveau mode de régulation du capitalisme financier? », revue de la régulation, numéro5, page 5

gouvernement détenteur de ces fonds des moyens de pression allant au-delà des méthodes habituellement en vigueur dans le domaine diplomatique et lui octroiera une place et une puissance incontestables dans l'échiquier international.⁸⁵ Le fonds souverain russe *Stabilization Fund of the Russian Federation*(SFRF) est mis en place pour gérer l'épargne nationale. Cet exemple illustre bien l'hésitation des pays riches vis-à-vis de la stratégie dite agressive dont font usage ces fonds. Le Fonds Monétaire International (FMI, rapport 2008) considère que les investissements stratégiques opérés par le (SFRF) cachent un but politique, celui d'augmenter notamment les réserves énergétiques hors frontières. L'exemple frappant du caractère stratégique des investissements russes à l'international est sans doute la prise de participation, à hauteur de 5%, de la banque publique Vnechtorbank dans EADS. Le gouvernement britannique s'était, lui, opposé à la tentative d'acquisition du distributeur de gaz Centrica par le géant Gazprom.⁸⁶

Le SFRF peut être comparé au fonds souverain du Koweït, du Qatar, ou encore de la Chine par son fonctionnement opaque. Il est donc difficile d'évaluer sa véritable capacité financière. «Il convient de rappeler qu'en septembre 2007, la Russie, qui dispose de la troisième des plus importantes réserves de change du monde après la Chine et le Japon, a annoncé pour l'avenir qu'une partie de ses bénéfices dans le marché de l'énergie sera consacrée à alimenter son fonds souverain *Future Generation Fund*. Ces réserves devront être par la suite investies, sous l'égide du ministre des Finances, en actions dans des projets pétroliers et notamment dans des secteurs stratégiques pour la Russie, tels que la défense, les technologies de l'information, l'aérospatial, l'aéronautique et les matières premières. Ces titres, par nature liquides, dégagent sur le long terme une rentabilité supérieure au rendement des bons du Trésor américain.»⁸⁷ .Ainsi, on distingue deux types de fonds, distinction qui aura des effets sur la stratégie d'investissement elle-même :

⁸⁵ ACHOUR.A, COMETTO.H, DESCAMPS.S, HAMMOND.C, LACOYE -MATEUS.A, «LES FONDS SOUVERAINS conquête de la politique par la finance», École de la Guerre économique Groupe Eslsca, 2007, pp.3

⁸⁶ JOHANET Henri, DEMAROLLE Alain, «Rapport sur les fonds souverains», la documentation française, mai 2008, pp.7-10

⁸⁷ JOHANET Henri, DEMAROLLE Alain, op.cit, pp.7-10

a) Les fonds considérés comme des Gestionnaires de portefeuille (*Portfolio managers*) :

Dont la stratégie consiste principalement en une diversification de leurs investissements en fonction de critères globaux, sans afficher ni spécialisation sectorielle ni volonté de s'impliquer dans la gestion des sociétés dans les quelles ils investissent.

Cette approche, est assez proche de celle des fonds de pension. A titre d'exemple de pays adoptant cette politique pour la gestion de leur FSv nous citerons celui d'Abu Dhabi (ADIA, entre 625 et 875 milliards de dollars sous gestion estimés), celui de la Norvège (GPF Global 380 milliards de dollars sous gestion) ou encore celui de Singapour (GIC 215 milliards de dollars sous gestion estimés). C'est également l'approche revendiquée par le Fonds Russe de Stabilisation Pétrolière qui a donné naissance en février 2008 au Fonds du Bien-être national.

b) Les fonds considérés comme des fonds d'investissement (*investment funds*) :
(Ou à orientation stratégique préétablie par l'État d'origine)

Cette seconde stratégie se différencie de la première catégorie par la définition de critères d'investissement faisant plus largement place à une spécialisation sectorielle, qui peut résulter de choix stratégiques des autorités publiques. Il en va ainsi de Temasek à Singapour, de Mubadala à Abu Dhabi ou du Qatar Investment Authority qui, tout en appliquant une méthodologie d'investissement rigoureuse visent à investir dans des secteurs stratégiques pour le développement de leur pays.

Prenant à titre d'exemple la stratégie des investisseurs de Dubaï, tels que Dubaï Holding et Dubaï World, qui peuvent d'ailleurs prendre la forme juridique de sociétés, qui en ciblant des participations, permet de nouer des partenariats industriels avec un double objectif :

- D'abord développer aux Emirats des projets facilités par l'apport en technologie du partenaire (alliance avec Total pour la gestion du gazoduc Qatar-Emirats par exemple) ;
- En suite, faciliter l'accès au marché sur pays tiers en mettant à profit les introductions du partenaire.

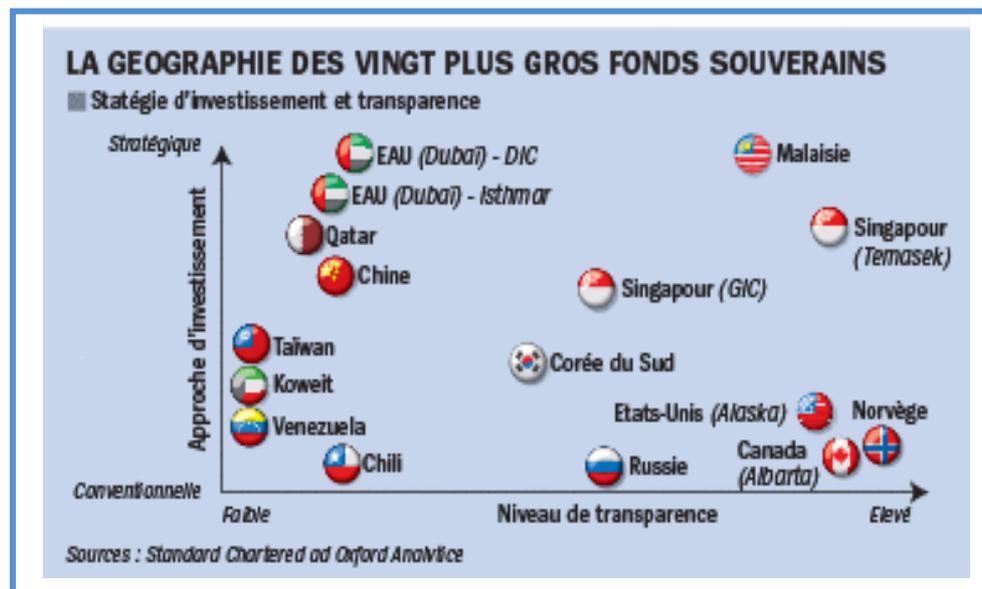
Citons à titre d'exemple de cette seconde stratégie des secteurs tels que les semi-conducteurs (participation de 8% de *Mubadala* dans AMD), l'automobile (participation de 5% de

Mubadala dans Ferrari), l'aéronautique, les services financiers (participation de 20% du QIA dans le LES et de 97% de Bourse Dubaï dans OMX, et bien entendu les investissements toujours croissants dans les infrastructures et l'énergie.

Dans ce cas de figure, et sans que cela ne constitue une règle générale, les investissements seront de taille plus significative et donc plus concentrés, avec une implication plus forte dans la gestion des sociétés faisant l'objet d'investissements.

Cette distinction est illustrée par le graphique ci-dessous, les « fonds d'investissements » tendant à adopter une approche plus stratégique que les « gestionnaire de portefeuille ».

Figure N°13 : Politique d'investissement des principaux fonds souverains



Source: Standard chartered and Oxford Analytica

3- Les nouveaux raisonnements en matière de stratégies d'investissement

Les défis posés par la turbulence des marchés financiers au cours de ces quelques dernières années ont amené un bon nombre de fonds souverains dans le monde à réévaluer leurs stratégies d'investissement et leur gestion du risque. Certains de ces fonds ont procédé à des changements considérables, notamment une conversion progressive des stratégies actives vers des stratégies passives de gestion des actifs et un intérêt croissant pour la dette des pays émergents alors que les rendements des classes d'actifs traditionnels ont diminué. Les fonds souverains recherchent également davantage les possibilités d'accéder à des sources de valeur

économique différentes et indépendantes, telles que le foncier et les infrastructures pour les aider à diversifier leurs portefeuilles.⁸⁸

Compte tenu des difficultés extrêmes qu'ont rencontrées de nombreux gestionnaires poursuivant une gestion active dans les conditions de marché difficiles, certains fonds souverains pensent désormais qu'il est préférable d'utiliser une série plus variée de critères bêta (passifs), et ils font moins appel à des gestionnaires à la recherche d'alpha (active et alternative).⁸⁹

Au cours des douze derniers mois (année 2010), SSgA (State Street Global Advisors) a observé une conversion importante d'actifs d'une stratégie active vers une stratégie passive au sein des portefeuilles de fonds souverains. Commentant cette tendance, un fonds souverain au Moyen-Orient a confié à SSgA : "Auparavant nous supposons que les actifs devaient être gérés activement à moins qu'une classe d'actifs ou un marché particulier ne présente clairement pas d'opportunités suffisantes pour les gérants d'actifs ou n'offre pas un rendement de gestion active intéressant. Désormais nous avons tendance à considérer cette décision d'investissement de manière inverse : nous concluons que les actifs doivent par défaut être gérés passivement à moins qu'il soit clairement établi qu'une classe d'actif donnée présente suffisamment d'imperfections pour supposer que la gestion active de ces actifs est susceptible d'offrir des rendements réguliers"⁹⁰

Outre ce changement, les gestionnaires de portefeuilles de fonds souverains ont concentré davantage leur attention sur la dette des marchés émergents, alors qu'ils recherchent des alternatives aux faibles rendements produits par les classes d'actifs plus traditionnelles. Non seulement la dette des marchés émergents offre des rendements intéressants, mais certains fonds souverains pensent également qu'elle peut être considérée comme un refuge à long terme en période d'incertitude face aux principales monnaies de réserve.

⁸⁸ Selon conclusions, publiées par State Street Global Advisors dans un nouveau dossier intitulé "Current Issues in Official Sector Asset Management"

⁸⁹ Idem

⁹⁰ Idem

Conclusion :

Les gestionnaires du fonds souverains qu'ils soient organismes étatiques ou entités privées ont les même objectifs, qui sont la sécurité, le rendement et la liquidité.

Ils suivent des modes de gestion différents, en suivant des théories des marchés financiers à l'égard de la théorie d'efficience des marchés financiers ; certains sont plus ou moins anciens dits classiques, d'autres révolutionnaires qui visent la performance absolue.

Confrontés à un risque financier vu leurs opérations plus ou moins risquées sur les différents marchés financiers, ils agissent à l'aide d'instruments d'évaluation permettant de contenir le risque dans le moment présent, et d'essayer d'en tirer des conclusions bénéfiques après la mise en œuvre de leur mode de gestion qui se veut continu.

Selon les objectifs et les obligations de chaque fond et donc de sa nature, dépendent l'allocation des actifs de ces derniers. En général, ils sont multi classes, multi-secteurs, mais reste qu'ils suivent une logique de dé-corrélation entre leur actifs détenus et leur secteur stratégique engendrant les fonds qui les alimentent. Les fonds issus d'excédents commerciaux investissent dans les produits énergétiques pour assurer une indépendance énergétique bénéfique à leurs activités. A contrario, les fonds miniers diversifient leurs portefeuilles en ayant une orientation limitée vers les produits énergétiques, dans un soucis de minimisation du risque financier.

Dans un contexte marqué par des turbulences au sein des marchés financier, nombre de fonds souverains ont réévaluée et des fois changer leurs modes de gestions ainsi que leur stratégies d'investissement, en se contentant de gestion passive, ainsi que de stratégies passives leur permettant une réduction du risque financier.

Enfin, les fonds souverains adoptent des stratégies d'investissement visant l'épanouissement de leurs économies, leurs actions s'inscrivent dans un cadre légal, et généralement ne comportent aucune raison politique, même avec des acquisitions, dans certains cas majoritaires. Leurs investissements dans les secteurs stratégiques reste relativement faible, et donc sans danger apparent pour les pays hôtes.

Chapitre III :

Le rôle des fonds souverains et la crise financière de 2007

Introduction :

L'apparition des fonds souverains sur la scène financière internationale n'est pas un phénomène récent. Mais s'ils attirent aujourd'hui une vive attention à leur égard, c'est notamment en raison de la récente conjoncture économique bouleversée par la crise financière de 2007.

Ainsi, dans ce chapitre, nous allons essayer d'expliquer la récente médiatisation de ces fonds mais aussi le lien étroit qui subsiste entre la crise de 2007 et le regain en notoriété de ces fonds suite à leur intervention sur le marché financier international.

Aussi, la concentration de ces fonds entre les mains d'un nombre très restreint d'acteurs et leur médiatisation très subite, ne leur a pas procuré qu'une image de sauveurs, mais également, et c'était sans doute à juste titre, celle de prédateurs. C'est ce qui a sûrement expliqué la réaction très protectionniste de ces pays hôtes à leur égard. Un élément que nous aurons à traiter dans le deuxième point de ce chapitre.

In fine nous concluons cette partie du mémoire en mettant en lumière le véritable impacte et la réelle implication des fonds souverains dans l'immense échiquier qui est la finance internationale ainsi que leurs bienfaits sur les pays d'origine en exposant leur impacte et retombées financières et économiques.

I- Le rôle des fonds souverains pendant la crise financière de 2007 :

En 2007, on recensait dans le monde une quarantaine de fonds souverains, dont 20 qui ont été créés depuis 2000, celui de l'Algérie le FRR en fait partie (McCormick, 2008). On estime que les avoirs gérés par ces fonds totalisaient entre 2 et 3 billions de dollars américain, ce qui représentait 2,5 % de la totalité des actifs dans le monde en cette époque (Jen et Miles, 2007). Malgré leur importance, les fonds souverains étaient et sont d'ailleurs encore aujourd'hui relativement modestes comparativement aux caisses de retraite et aux fonds communs de placement. Toutefois, leurs actifs aussi modestes soient-ils ont été d'un rôle crucial pendant la crise financière, un rôle d'autant plus important qu'à ce moment là, les économies occidentales avaient besoin de recapitaliser leurs banques qui étaient en difficulté et ainsi leur épargner la faillite.

En agissant de la sorte, les fonds souverains sont devenus actionnaires de ces établissements financiers et pour la première fois donc, sont sorties de l'ombre en gagnant en importance sur la scène financière internationale.

1- Aperçu de l'état des fonds souverains en cette période :

Les avoirs des fonds souverains sont moindres que ceux de toutes les autres catégories d'investisseurs, à savoir, par ordre d'importance, les compagnies d'assurance (16 000 milliards USD), les fonds de pension (16 900 milliards USD), les OPCVM (26 200 milliards USD), les grosses fortunes (*high net worth individuals* ou *HNWI*) (40 700 milliards USD) et les banques (74400 milliards USD) (chiffres 2006-2007)⁹¹.

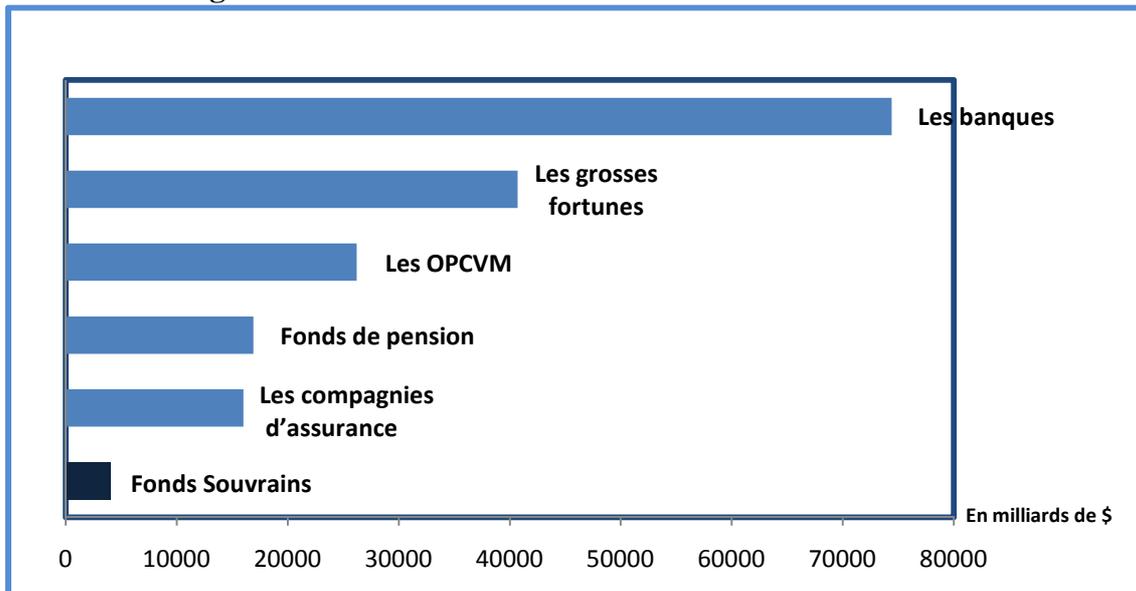
Toujours à titre de comparaison, les réserves d'or sont évaluées à 5 100 milliards USD, le PIB mondial à 48 400 milliards USD, la capitalisation boursière mondiale à 50 800 milliards de \$ et les actifs financiers globaux (Actions, obligations, actifs bancaires) à 190 000 milliards de \$ (chiffres 2006-2007)⁹². Aussi il est à noter qu'en cette période (2007), les fonds souverains ont participé à des investissements totalisant 73 milliards USD. On peut en effet trouver ce chiffre très modeste comparaison faite avec les 900 milliards USD de flux de capitaux privés à destination des États émergents pendant la même période⁹³.

⁹¹ Source: Deutsche Bank Research (2008).

⁹² Idem

⁹³ Idem

Figure N°14 : Taille relative des fonds souverains en 2007



Source : tiré des données Deutsche Bank Research (2008).

2- Apports des fonds souverains à la finance internationale pendant et après la crise :

La crise de 2007-2008 avait fait perdre aux fonds souverains près de 25 % de leur valeur, soit entre 750 et 1 000 milliards USD, avec des pertes d'environ 40 % sur les actions, 36 % sur l'immobilier et 23 % sur le *private equity*, alors que les titres à revenu fixe n'ont rapporté que 2 %.⁹⁴

Les rentrées 2008, estimées à un montant compris entre 300 et 500 milliards \$, ont toutefois été exceptionnelles, principalement en raison de la hausse du prix du pétrole au premier semestre. Si elles ont été insuffisantes pour compenser les pertes en totalité, elles ont permis de limiter la diminution de la valeur du portefeuille des fonds souverains à un montant net compris entre 250 et 700 milliards USD, soit une baisse de 8 à 17,5 %.⁹⁵

Même si leur richesse aient été relative en cette période, les fonds souverains disposaient quand même d'une capacité d'investissement bien supérieure aux acteurs publics occidentaux, en effet peu de pays possédaient des liquidités aussi importantes et rapidement mobilisables. La crise financière a donc permis aux fonds souverains de souligner leur utilité. Leur rôle a été primordial dans la recapitalisation des entreprises occidentales et ils ont en partie aidé au sauvetage de l'économie mondiale.

⁹⁴ Source: J.P. Morgan (novembre 2008).

⁹⁵ Caroline Bertin Delacour, Fonds souverains : produits de l'énergie et investisseurs dans l'énergie, Edition Choiseul, 2009

a- Le rôle joué par des fonds souverains durant cette crise économique-financière :

Les fonds souverains ne sont en rien responsables de la crise financière de 2007-2008 et ont, au contraire, joué un rôle d'amortisseur de ses conséquences. En effet la crise des « *subprimes* » n'est aucunement née des fonds souverains. Il s'agit d'abord d'une crise de liquidité qui s'est propagé à un grand nombre de classes d'actifs à partir de titres représentatifs de créances immobilières de faible qualité⁹⁶.

Sans vouloir s'attarder à établir les causes de la crise, nous avons retenu uniquement les éléments relatifs aux conséquences qui ont suivie cette tragédie, tant financière qu'économique, des éléments, qui ont conduit à l'intervention des fonds souverains et leur émergence sur la scène financière internationale.

Les conséquences directes de cette crise financière ne se sont pas trop tardées à se faire sentir, en effet cette crise s'est très vite vue transformée d'une crise bancaire en une crise financière majeure, celle-ci, caractérisée par la nationalisation de plusieurs institutions financières européennes et nord-américaines dès le mois de février 2008. A l'image du gouvernement britannique qui nationalisa la Banque *Northem Rock*, spécialisée dans le prêt hypothécaire pour éviter sa mise en faillite, suivis par *Freddie Mac et Fannie Mae*, en septembre 2008 aux États-Unis.

S'en suit dès lors, un durcissement de cette crise bancaire qui commence dès le mois de septembre 2008 lorsque plusieurs établissements financiers américains entrent en cessation de paiement. Certains sont soit sauvés de justesse par la *Réserve fédérale américaine*, c'est le cas par exemple de la compagnie d'assurance *American International Group (AIG)*, soit rachetés par des concurrents en meilleure posture. D'autres comme *Lehman Brothers* sont tout simplement mis en liquidation⁹⁷.

En Europe, plusieurs institutions financières seront sauvées grâce à l'intervention des États et de la Banque centrale européenne pour la zone euro. L'assureur Internationale *Nederlanden Groep (ING)* est ainsi recapitalisé par l'État à hauteur de 10 Milliards d'euros, le Benelux nationalise partiellement *Fortis*. Les gouvernements belge, français et luxembourgeois injectent 6,4 Milliards d'euros pour sauver la banque franco-belge *Dexia*.

⁹⁶ Alain DEMAROLLE. Inspecteur des Finance. Rapport sur les fons souverains. p11.

⁹⁷ Mémoire, Pierre Christian ATANGANA, «l'Émergence des fonds souverains et leur impacte sur les investissements transfrontaliers ». Université du Québec à Montréal. Février 2013.

L'Allemagne fournit 26,5 Milliards d'euros pour sauver *Hypo Real Estate*, établissement spécialisé dans le financement immobilier et très engagé auprès de *Lehman Brothers*. En tout, les banques centrales (la Réserve Fédérale américaine, la Banque Centrale Européenne, la Banque du Japon, la Banque d'Angleterre) interviennent massivement et mettent à la disposition des établissements bancaires sous forme de prêt plus de 400 Milliards d'euros de liquidités au début de la crise bancaire⁹⁸. Jusqu'ici, l'implication et le rôle des fonds souverains était clairement marginal.

b- Investisseurs précieux durant la crise financière :

L'entrée des fonds souverains dans le capital des entreprises financières (surtout occidentales) a été salutaire. En répondant à l'appel des dirigeants des banques en détresse, ils ne pouvaient espérer mieux pour aider à la recapitalisation de leurs banques au bord de la faillite. En effet très peu de choix s'offraient à eux. Car, mobiliser de tels fonds pour recapitaliser leurs institutions en si peu de temps et sans avoir à passer par les canaux traditionnels des lois budgétaires, où il fallait faire des compromis, était mission quasi impossible. En résumé, le recours aux fonds souverains était surtout privilégié pour échapper à des normes étatiques très rigides.

Les investissements annoncés et réalisés par les fonds souverains dans le monde entier entre 1995 et la mi-2008 étaient estimés à 178 milliards de \$. Leurs apports en liquidités ont été particulièrement déterminants pendant la crise. Les fonds souverains d'Asie et du Moyen-Orient se sont notamment révélés bénéfiques pour plusieurs grandes entreprises américaines et européennes qui avaient un besoin urgent de recapitalisation. Certains d'entre eux sont venus en aide aux banques occidentales en difficulté, ce qui a permis de consolider les bilans fragiles de quelques grandes institutions financières telles que (*UBS, Citibank, Merrill Lynch, Bear Stearns, Morgan Stanley, Fortis* etc.).

Entre novembre 2007 et fin 2008 environ 41 Milliards de \$ (soit près de 40%) du total de 105 milliards de \$ du capital injecté dans le capital des grandes institutions financières ont été faits par les fonds souverains. Ces investissements étaient généralement faits par l'achat de convertibles sans droit de vote. Les fonds souverains ont acheté des participations dans ces banques à une période très critique de la crise⁹⁹. Vu les sommes importantes qu'ils ont émis,

⁹⁸ Idem

⁹⁹ Idem

une demande de siéger dans les conseils d'administration de ces institutions étaient plus que légitime. Mais il en fut rien.

Bien qu'ils aient procuré un avantage très ressenti au système financier international après leur intervention, ces fonds n'ont cependant pas permis de juguler la crise. Néanmoins ils ont eu le mérite d'avoir ralenti son évolution rapide. Il est aussi à noter que cette crise n'a pas non plus épargné les fonds souverains qui ont eux aussi éprouvé des pertes considérables.

c- Les conséquences de la crise sur les fonds souverains et les changements apportés à leurs stratégies d'investissement :

La crise financière européenne et américaine a affecté les fonds souverains tout autant que les autres institutions financières. La baisse des prix des actifs, en particulier les prix des actions et investissements alternatifs a entraîné des pertes importantes pour beaucoup d'entre eux. Ces pertes ne représentent pas seulement le résultat de la baisse, en valeur, des actifs risqués, mais également l'effet d'investissements relativement imprudents et consacrés uniquement au système financier occidental. Le total des actifs des fonds souverains a beaucoup baissé en 2009 (de 4000 milliards en 2008 à 3800 milliards à la fin de 2009)¹⁰⁰.

Les pertes subies par de nombreux fonds souverains lors de cette crise, et les critiques qui en ont découlé ont incité beaucoup d'entre eux à revoir leurs stratégies d'investissements.

- Le président du fonds chinois CIC déplorait l'incertitude qui régnait dans le mode de sauvetage des banques occidentales et semblait regretter d'avoir investi dans ces organismes. Pour manifester sa politique de changement d'investissement, la Chine a par conséquent réorienté l'action de ses fonds vers le financement des projets nationaux. C'est ainsi que la CIC a acquis des actions de l'*Industrial and Commercial Bank of China*, l'une des plus grandes banques d'affaires chinoise, ainsi que *Bank of China* et *China Construction Bank Corp.*

- Les pays du golfe ne sont pas en reste, en effet les fonds « *commodities* » ont eux aussi subi des pertes pendant cette crise, en raison de la baisse des cours du pétrole et des autres matières premières. Au même titre que les fonds à base de d'excédents commerciaux, ils ont eux aussi souffert de la baisse de demande des pays développés. Malgré cela, et au lendemain de la crise, ces fonds ont investi pour un total de 22.9 milliards soit une baisse de (-15%)

¹⁰⁰ CNUCED « Rapport mondial sur les Investissements Directs Etranger », 2010, pp14

uniquement qu'en 2008¹⁰¹. Les fonds souverains en provenance de cette région entendent dorénavant recentrer leurs investissements sur le Proche Orient. En effet, un changement de comportement de leur part s'imposait. Tirant des leçons de leur expérience amères en cette période de débâcle économique, ils exclurent le secteur financier qui représentait 36% de leurs investissements pendant ces deux années au profit de l'industrie des transports et des matières premières.

Cette réorientation « *stratégique* » de leur politique d'investissement a été constatée d'ores et déjà en 2008, mais a marqué un bouleversement palpable dans les années qui suivirent en l'occurrence l'année 2009, qui fut marqué par des revirements majeurs que nous expliquerons ci-dessus :

- ***Les changements constatés en 2008 :***

Les fonds souverains ont dû délaisser les États-Unis et l'Europe pour investir dans les économies du Moyen-Orient et d'Asie. Cette tendance mise en évidence par *Monitor Group*¹⁰² dans son analyse trimestrielle (avril-juin 2008) des investissements des fonds souverains à l'échelle mondiale indique que les fonds souverains n'essaient pas de profiter des récessions qui ont frappé les États-Unis et l'Europe, mais cherchent à saisir les opportunités que présentent les marchés émergents potentiellement lucratifs du Moyen-Orient et d'Asie. Et effectivement, les investissements dans ces régions représentaient 68% de la valeur totale des opérations négociées sur les marchés publics pour cette période.

- *L'analyse (de Monitor Group) a aussi permis de tirer les conclusions suivantes:*

- Au cours du second trimestre 2008, les fonds pris en compte dans la base de données de Monitor concernant les opérations des fonds souverains ont exécuté 43 opérations pour un montant total de 26,5 milliards de dollars. Par contraste, ces mêmes fonds avaient exécuté 42 opérations pour un montant total de 58,3 milliards de dollars au cours du trimestre précédent;

- Les fonds souverains ont continué d'investir activement dans les marchés émergents au cours du deuxième trimestre 2008, plus de la moitié des opérations et des fonds investis concernaient les marchés émergents. Les fonds souverains ont réalisé 26 opérations et investi 15 milliards de dollars dans les pays de la zone BRIC¹⁰³ et hors OCDE ;

¹⁰¹ Idem

¹⁰² Monitor Group, l'un des principaux cabinets de conseil du monde, CAMBRIDGE, Massachusetts, Etats-Unis. 09 Juin 2008- www.monitor.com/sovereignwealth

¹⁰³ BRIC comporte le Brésil, la Russie, l'Inde et la Chine.

- Les investissements en Amérique du Nord ont chuté de manière spectaculaire. Au cours du 2^e trimestre 2008, quatre opérations représentant moins d'un milliard de dollars ont été reçues par l'Amérique du Nord. Par contraste, cette région avait été le destinataire de sept opérations pour un montant total de 23 milliards de dollars au cours du trimestre précédent.

- En valeur, la moitié des opérations réalisées au second trimestre l'ont été dans l'immobilier. L'immobilier est le secteur dans lequel ont été effectués le plus d'opérations (12 opérations) et l'investissement le plus élevé (13,7 milliards de dollars) au second trimestre 2008 ;

- Au cours du deuxième trimestre 2008, l'investissement s'est détourné des services financiers. Les fonds souverains ont réalisé 10 opérations et investi 4 milliards de dollars dans le secteur des services financiers, contre 13 opérations pour un montant total de 43,4 milliards de dollars au trimestre précédent.

« Les données dont nous disposons sur les transactions montrent que les fonds souverains ont choisi pour leurs placements en actions des destinataires autres que les marchés géographiques et les secteurs volatils, comme les États-Unis et les services financiers, et qu'ils cherchent un rendement plus attractif dans les marchés émergents et d'autres secteurs, dont l'immobilier », déclare William Miracky, associé principal de Monitor Group¹⁰⁴.

Monitor Group a collecté et analysé les données relatives aux 17 fonds souverains initialement identifiés dans le rapport « Évaluer les risques » et constaté que seulement neuf d'entre eux avaient déclarées des opérations pour le second trimestre 2008. La valeur de ces opérations était répartie relativement également entre des fonds du Moyen-Orient et des fonds de la région Asie- Pacifique. Les cinq fonds du Moyen-Orient ont réalisé 25 opérations d'une valeur déclarée de 13,5 milliards de dollars au cours du second trimestre 2008, soit 51% des dépenses totales des fonds souverains pour ce trimestre. Les quatre fonds de la région Asie-Pacifique ont réalisé 20 opérations pour une valeur déclarée de 12,9 milliards de dollars. Les fonds souverains ont aussi connu une reconfiguration et un réaménagement de leur portefeuille d'actifs en désengageant d'un secteur pour investir dans d'autres.

¹⁰⁴ Andrea Krull, «Les fonds se concentrent sur l'immobilier au détriment des services financiers», BusinessWire News, 07 octobre 2008.

Certains analystes financiers ont donc mis le point sur la nouvelle tendance des fonds souverains à l'image de William Miracky, , qui déclara encore : *«Alors que le nombre et la valeur des transactions des fonds souverains pendant les deux premiers trimestres 2009 ont été les plus faibles depuis plus de cinq ans, dès le 3e trimestre, les fonds souverains ont réaligné leurs stratégies d'investissement sur des objectifs à long terme, en repensant leur façon d'aborder les risques. Nous constatons une évolution dans le comportement des fonds souverains ; par exemple, nous avons vu pour la première fois des fonds investir conjointement afin de partager les risques, tout en maintenant l'exposition au marché pour un éventail de catégories d'actifs et de secteurs, une tendance dont nous pensons qu'elle se poursuivra ».*

L'analyse de l'activité des fonds souverains lors du second semestre 2009 a mis, quant à elle, en évidence, une réapparition des dépenses. Les 3e et 4e trimestres ont représenté 85% des 113 transactions publiquement annoncées par les fonds souverains durant l'année écoulée, pour 85% de leur valeur globale de 68,8 milliards de U.S \$.

- ***Les changements constatés au lendemain de la crise (en 2009) :***

Durant l'année 2009, les secteurs économiques et géographiques qui ont fait l'objet d'investissements des fonds souverains ont changé, accompagnant les réalités économiques mondiales de cette période, on les trouve d'ailleurs toujours persistantes aujourd'hui. En effet, les fonds souverains ont montré une nette préférence pour les secteurs de l'énergie et des ressources naturelles, ainsi que pour les industries basées sur l'ingénierie ou la technologie, instaurant ainsi une rupture avec les pratiques d'avant la crise notamment celles liées aux secteurs de la finance et de l'immobilier (l'immobilier qui refera sont apparition dans les années qui suivirent).

Autre tendance également à retenir, celle qu'ont montrée les fonds souverains à investir sur leur marché national en 2009, notamment en début d'année. Toutefois, ils ne se sont pas repliés, et beaucoup ont conservé une prédilection pour les marchés occidentaux, en particulier en Europe, où les fonds ont cherché à tirer avantage d'actifs de grande qualité vendus en dessous de leur valeur.

- **Principales conclusions et tendances mises en évidence dans le rapport :**

- Durant 2009, les fonds présents dans la base de données des transactions des fonds souverains Monitor-FEEM ont réalisé 113 opérations pour une valeur de 68,8 milliards de \$. Cela constitue une nette rupture dans la tendance à la hausse de l'activité des fonds souverains, puisque le nombre comme la valeur des investissements ont enregistré un recul de 40% par rapport aux chiffres de 2008.

Les fonds souverains ont investi considérablement moins dans les services financiers en 2009 qu'en 2008, chutant de 49 investissements publiquement annoncés pour une valeur de 81,7 milliards de \$ à juste 28 opérations pour une valeur déclarée de seulement 10,2 milliards.

Ils ont également été plus prudents dans leurs acquisitions immobilières, ce pan d'activité diminuant de moitié. En revanche, ils ont cherché à investir dans un éventail plus large de secteurs, les plus manifestes étant l'énergie, les ressources naturelles et les secteurs basés sur l'ingénierie ou la technologie. Cette tendance est très similaire aux modèles qui ont caractérisé le comportement des fonds souverains avant 2005, bien que les secteurs intéressants reflètent les réalités économiques du moment.

- Poursuivant la tendance de 2008, l'Europe est restée le plus gros marché pour les investissements des fonds souverains en termes de valeur enregistrée, malgré la crise financière. Les cibles européennes ont représenté 42,5% de la valeur des investissements publiquement annoncés en 2009 (29,2 milliards de \$), soit environ un tiers de la valeur déclarée pour 2008.

En outre, les fonds souverains ont investi plus largement en 2009, les investissements en Amérique latine, en Afrique subsaharienne et en Asie hors Pacifique ayant doublé en termes réels, passant à 3 milliards de \$.

- Une nouvelle fois, c'est l'Asie/Pacifique qui a enregistré le plus grand nombre d'investissements 32 au total en 2009. L'Europe est arrivée en seconde position pour les transactions des fonds souverains (29). Le Moyen Orient et l'Afrique du Nord ont dépassé l'Amérique du Nord en termes de volume d'investissement, avec 21 opérations contre 19, dont la plu part ont été réalisées durant le dernier trimestre de l'année.

- Les fonds les plus actifs ont été la *China Investment Corporation* et la *Government of Singapore Investment Corporation*, avec respectivement 17 et 18 investissements publiquement annoncés. Cependant, le fonds ayant le plus dépensé a été le *Qatar Investment*

Authority, qui a opéré 14 investissements publiquement annoncés, pour une valeur de plus de 32 milliards de \$.

- L'activité des fonds souverains a repris durant le second semestre de l'année, les 3e et 4e trimestres représentant 85 % des dépenses publiquement annoncés et les deux tiers du nombre total de transactions.¹⁰⁵

On peut donc conclure que la crise financière a sert fragilisée l'ensemble du métier de gérant d'actifs, y compris les fonds souverains. La baisse des encours sous gestion dû à la conjoncture a montré plus que jamais que le professionnalisme constitue la meilleure protection face à des conditions de marché très difficiles. Ainsi les fonds souverains sortent d'une phase d'émergence pour entrer dans celle de la maturité. Pour se faire, ils avaient largement procédé à des embauches à partir de 2000 en se dotant d'équipes de plus en plus étoffées et professionnelles mais aussi d'orienter leur investissement vers de nouveaux horizons autres que les économies occidentale et les placements fait dans des actifs financiers à risque.

Malgré les déboires de la crise, les fonds souverains en se confrontant à une telle expérience n'ont fait qu'améliorer leur professionnalisation et renforcer leur structure. Par ailleurs, l'allocation globale d'actifs, longtemps dominée par la détention d'obligations souveraines, tend de plus en plus à se normaliser en une allocation à quatre classes: liquidités, actions, obligations et alternatif (produits dérivés).

3- Quelle sera la situation des fonds souverains dans les années à venir :

La crise n'a pas ralenti leurs activités, c'est du moins la première impression qu'on peut se faire en se référant aux différentes statistiques et études menées en la matière (*étude Prequin 2013* entre autre). La tendance de se reprendre en main s'est poursuivie après la crise. En effet, même si la richesse des fonds souverains est relative, elle est appelée à croître sur le long terme. A l'image du gouvernement de la Norvège, par exemple, qui envisage de permettre à son fonds souverain le *Government Pension Fund* à investir dans le private equity, d'ont 60% du fonds seront attribués aux actions. De même pour la *Hong Kong Monetary Authority* qui augmente son portefeuille de placement, et qui continue de diversifier

¹⁰⁵ Analyse Monitor Group

son allocation d'actifs et envisage d'ajouter son portefeuille de placements,. *La Hong Kong Monetary Authority* à environ 300 milliards d'actifs.¹⁰⁶

a- On leur prévoit une croissance encore plus importante :

Loin d'être un phénomène passager, le rôle des fonds souverains dans l'économie internationale est une donnée structurelle, dont l'importance va croître dans l'horizon prévisible, et ce malgré que la crise ralentie cette croissance.\$

L'observation du passé montre que le volume des actifs gérés par les fonds souverains a augmenté de 500 milliards en 1995 à 4 000 milliards en 2008. Leurs actifs se sont accrus de plus de 13 % par an depuis 1999 et de 450 milliards entre mi-2007 et mi-2008, soit 14 % de hausse sur l'année. Il y avait une trentaine de fonds souverains avant 2000, on en dénombre soixante-quinze en 2008, dont vingt-quatre créés depuis 2005¹⁰⁷.

Les projets à la hausse se sont également confirmés en 2010, à l'image de la Corée du Sud qui a doublée la taille de son fonds souverain KIC. Le Brésil qui avait lancé début 2009 un fonds souverain de 6 milliards de \$, dont la taille avait pour objectif d'atteindre 200 à 300 milliards pour 2014, et ce compte tenu de la découverte de réserves de pétrole dans le pays. La création de nouveaux fonds est envisagée à Taïwan pour 62 milliards \$, en Thaïlande pour 10 milliards \$, au Japon pour 10 milliards \$, en Inde pour 5 milliards \$, ainsi qu'en Indonésie, en Bolivie, au Venezuela, au Nigeria et au Canada. La Nouvelle-Zélande anticipe que son fonds atteindra 109 milliards NZD (soit environ 57 milliards de \$ US) en 2025. Les projections futures montrent que les actifs des fonds souverains devraient continuer à progresser de 15 % par an et pourraient atteindre entre 10 000 et 12 000 milliards de dollars d'ici 2015¹⁰⁸.

b- Aperçu de l'état des de quelques fonds souverains pour l'année 2013 ;

Le bureau de conseil financier britannique Prequin estime que les avoirs des fonds souverains se sont élevés à 5 380 milliards de dollars en 2013, contre 4 620 milliards de dollars l'année précédente¹⁰⁹. Toujours d'après la même source, Le premier fonds souverain au monde reste le *fonds de retraite du gouvernement norvégien* avec 775,2 milliards de

¹⁰⁶ *Étude Prequin 2013*

https://www.prequin.com/docs/press/Private_Equity_Q1_14.pdf#page=1&zoom=auto,0,842

¹⁰⁷ Caroline Bertin Delacour, *Les fonds souverains*, p 78, Les Échos éditions, 2009

¹⁰⁸ Idem

¹⁰⁹ L'étude Prequin

2013 https://www.prequin.com/docs/press/Private_Equity_Q1_14.pdf#page=1&zoom=auto,0,842

dollars, suivi, dans l'ordre, de *l'autorité d'investissement d'Abou Dhabi* avec 627 milliards d'actifs sous gérations, la *Compagnie d'investissement chinoise* a atteint quant à elle la somme de 575 milliards, l'*Administration chinoise des devises*, l'*Autorité monétaire de Hongkong*, l'*Autorité d'investissement du Koweït*, la *Temasek Holdings* et le *Fonds d'investissement du gouvernement de Singapour*, le *Fonds de sécurité sociale chinois* et l'*Autorité d'investissement du Qatar*.

A lire l'étude, les 22 fonds souverains asiatiques contrôlent près de la moitié des avoirs des SWF au monde. Leurs actifs ont augmenté de 19 % contre 6 % pour les institutions du Proche-Orient, jadis dominantes. Par ailleurs, signe de la bonne santé du secteur, huit nouveaux fonds ont vu le jour depuis 2011 : France, Angola, Ghana, Italie, Iran (2), Nigéria et Australie-Occidentale. En outre, les investissements des SWF, longtemps cantonnés aux actions et obligations ainsi qu'à l'immobilier, continuent de se diversifier dans les filières plus risquées, comme le capital-investissement ou les fonds spéculatifs, souligne le rapport¹¹⁰. Et ce, après s'en être détourné au lendemain de la crise financière. Mais les nouveaux venus jouent la prudence, comme l'atteste la progression globale des investissements dans l'immobilier ou les infrastructures.

Il est aussi à constater que selon Prequin, 50,5 % des avoirs des fonds souverains proviennent des hydrocarbures (Golfe persique, Norvège, etc.), 48,4 % de réserves officielles (Chine, Singapour) et 1,1 % des matières premières non énergétiques comme les métaux ou le diamant. Vu la prudence des investisseurs institutionnels, comme les fonds de retraite, les fonds souverains ont un rôle pivot à jouer dans la reprise, en raison de leurs investissements de long terme, qui profiteront aux générations futures, conclut le document.

En 2013, les gérants de ces fonds ont surtout tiré profit de la fermeté des prix des matières premières, comme le pétrole et les métaux, qui ont gonflé leur trésorerie. Si l'ampleur de la progression des ressources des fonds souverains dépend de nombreux facteurs impossibles à évaluer avec certitude, ces ressources devraient néanmoins continuer à croître sur le long terme.

¹¹⁰ Le Monde économie ; « Les actifs des fonds souverains progressent fortement ».du 11.10.2013.
Site web de l'article : http://www.lemonde.fr/economie/article/2013/10/11/les-actifs-des-fonds-souverains-progressent-fortement_3494369_3234.html

En effet, les fonds souverains sont le résultat de trois tendances lourdes du système économique international, examinées ci-dessous. Il convient également de citer deux autres raisons au développement probable des fonds d'État dans les années à venir :

Tout d'abord, la capitalisation des revenus tirés du portefeuille existant. Le placement du montant des produits financiers résultant des investissements peut constituer des sommes importantes.

La seconde raison est la continuité entre les différentes formes d'investissement public : les gouvernements peuvent réallouer des ressources entre les banques centrales, les fonds souverains, les fonds de pension publics et les grandes entreprises d'État ou co-investir avec des particuliers fortunés membres ou proches des familles régnantes. Mais plus explicitement voici les raisons qui assureront encore une certaine pérennité des fonds souverains :

c- Les raisons qui font que les fonds souverains auront encore un bel avenir :

Les fonds souverains sont au cœur des mutations économiques mondiales. Ainsi, plusieurs facteurs ont favorisé la création et l'augmentation du nombre de fonds d'investissement souverains ces dernières années notamment, parmi ces facteurs on trouve l'augmentation du prix du pétrole et l'accumulation des excédents commerciaux. Les facteurs inhérents à la multiplication des fonds souverains ainsi qu'à leur longévité sont eux aussi le résultat de nombreux ajustements effectués par des États qui détiennent des ressources naturelles abondantes ainsi que de fortes réserves de change qui devraient connaître d'après les prévisions une bonne situation dans les années à venir.

i. Hausse du prix des matières premières :

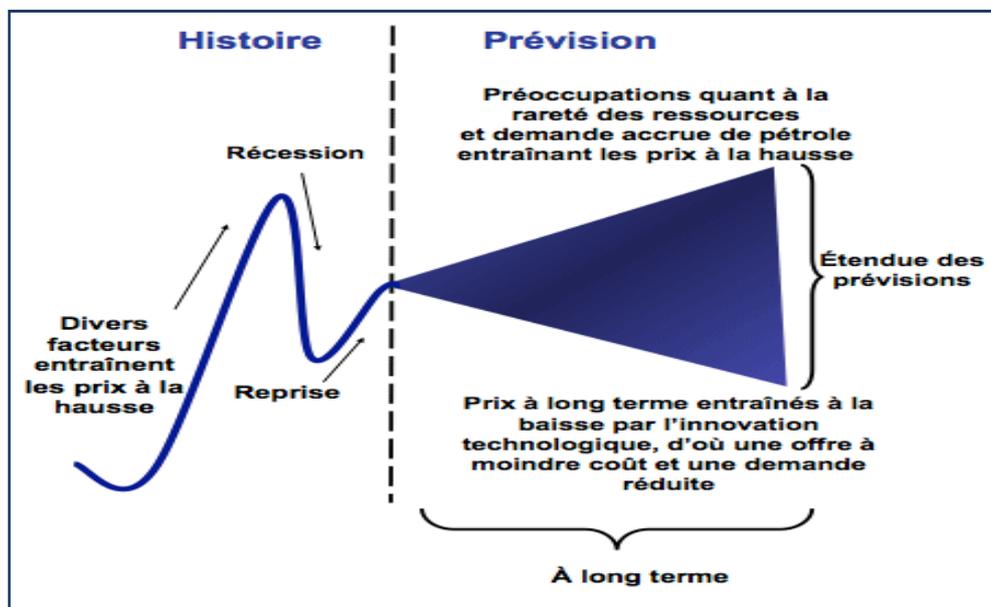
Les exportations d'hydrocarbures vont demeurer pour longtemps une ressource financière consistante des pays exportateurs et de leurs fonds souverains. En effet, le prix du pétrole, qui est le prix directeur de l'énergie, est appelé à augmenter à terme (voir tableau 1), et cela pour au moins trois raisons.

- Tout d'abord, le pétrole est de plus en plus onéreux à extraire : les gisements les plus faciles à exploiter ont déjà été trouvés, les réserves sont plus compliquées à renouveler. Avec le développement de projets complexes, comme l'exploitation des sables bitumeux au Canada, le coût de production a fortement augmenté.

- Ensuite, les capacités de production sont proches de la saturation et l'offre est appelée à plafonner : l'OPEP. n'a plus les capacités excédentaires pour répondre en temps réel aux besoins des consommateurs et enrayer la hausse des prix.
- Enfin, la demande est tirée par les pays émergents : malgré le ralentissement économique, la Chine, l'Inde et le Moyen-Orient, qui sont les principaux moteurs de la demande mondiale, augmentent leur consommation ; ainsi, celle de la Chine devrait tripler d'ici 2020¹¹¹.

Après une longue période d'énergie abondante, l'énergie devrait donc être plus chère sur le long terme.

Figure N°15:
Considérations théoriques concernant les prix du pétrole à long terme



Source: Profil qualitatif des prix du pétrole observé par le ministère des finances et de Ressources naturelles du Canada

¹¹¹ Caroline Bertin Delacour, *Les fonds souverains*, p 80, Les Échos éditions, 2009

Tableau N°02 : Projections à long terme des prix mondiaux du pétrole (dollars indexés de 2008 par baril).

| Référence (sauf indication contraire) | 2015 | 2020 | 2025 | 2030 |
|---------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|
| Deutsche Bank – Référence | 93,18 \$ | 105,81 \$ | 114,65 \$ | 121,16 \$ |
| INFORUM – Référence | 92,50 \$ | 107,98 \$ | 109,74 \$ | 116,81 \$ |
| AIE - Référence | 86,67 \$ | 107,98 \$ | 107,50 \$ | 115,00 \$ |
| AIE - Scénario 450 | 86,67 \$ | 90,00 \$ | 90,00 \$ | 90,00 \$ |
| IHS Global Insight – Référence | 85,07 \$ | 81,93 \$ | 74,86 \$ | 77,27 \$ |
| Energy Venture Analysis – Référence | 80,35 \$ | 84,45 \$ | 90,98 \$ | 100,45 \$ |
| Energy SEER – Référence | 79,20 \$ | 74,31 \$ | 69,73 \$ | 65,43 \$ |
| Energy SEER -Multidimensionnel | 99,03 \$ | 101,52 \$ | 105,81 \$ | 113,19 \$ |
| Scénarios de référence moyens | 87,27 \$ | 94,10 \$ | 96,57 \$ | 101,20 \$ |

Source : U.S. Energy Information Administration et Ressources naturelles Canada
Prix du pétrole convertis en dollars indexés de 2008.

ii. Accumulation des excédents commerciaux :

La plupart des pays émergents d'Asie devraient conserver leur compétitivité dans des marchés importants de biens et services et se positionner favorablement sur de nouveaux secteurs et de nouveaux débouchés (Inde et Brésil notamment). Le bas niveau des coûts de production, le soutien du dollar américain par la banque centrale de Chine pour éviter la montée du *Yuan*, la propension des populations à épargner plus qu'elles ne consomment devraient se maintenir. En conséquence, les exportations devraient continuer à tirer la croissance de ces pays et leurs balances commerciales à être excédentaires¹¹².

Toutefois, l'accumulation des réserves de change se ralentirait si les gouvernements concernés acceptaient une appréciation de leurs monnaies contre le dollar pour refléter leur pouvoir d'achat réel. Tel serait en particulier le cas si la Chine décidait de réévaluer le *yuan* et permettre aux exportateurs de facturer directement en *yuan* plutôt qu'en devises.¹¹³ Chose qui n'est pas prête à se faire car la chine a encore dévaluée sa monnaie afin de booster encore plus ces exportations. En 2013 le yuan s'échangeait à 6,1402 pour un dollar une dépréciation de 1.4% en un an¹¹⁴.

¹¹² Idem

¹¹³ Idem

¹¹⁴ <http://bourse.lefigaro.fr>

Ajouter à cela, le transfert des réserves des banques centrales qui devrait contribuer eux aussi à la longévité de ces fonds car certaines économies émergentes ont accumulées des réserves de change considérables grâce aux exportations ou aux surplus budgétaires.

La somme de tous les pays dans le monde générerait près de 7 300 milliards de dollars de réserves de change. Que la Chine possède la première réserve de change au monde, avec près de 1 800 milliards de dollars dans ses réserves¹¹⁵. C'est grâce à ses avoirs en devises étrangères qu'elle a pu se constituer un fonds souverain, si rapidement et, si richement doté.

Compte tenu des prévisions de hausse du prix des matières premières et d'accumulation des excédents commerciaux, la croissance des réserves devrait continuer à se poursuivre sur le moyen à long terme.

Sachant que seule une partie de ces réserves est nécessaire pour faire face aux besoins de liquidités et permettre aux banques centrales d'assurer leur mission traditionnelle de régulation et selon une règle communément admise, le niveau minimum de réserves requis est celui qui permet au pays de régler la valeur de trois mois d'importations ou de rembourser sa dette extérieure à court terme. Or la détention d'excédents de réserves par les banques centrales engendre un coût d'opportunité. En effet, dans un objectif de sécurité et de liquidité, les réserves officielles sont généralement investies en titres de dettes souveraines (bons du Trésor, obligations d'État), qui ont un rendement faible, alors que des investissements plus diversifiés sont susceptibles de générer des rendements supérieurs.

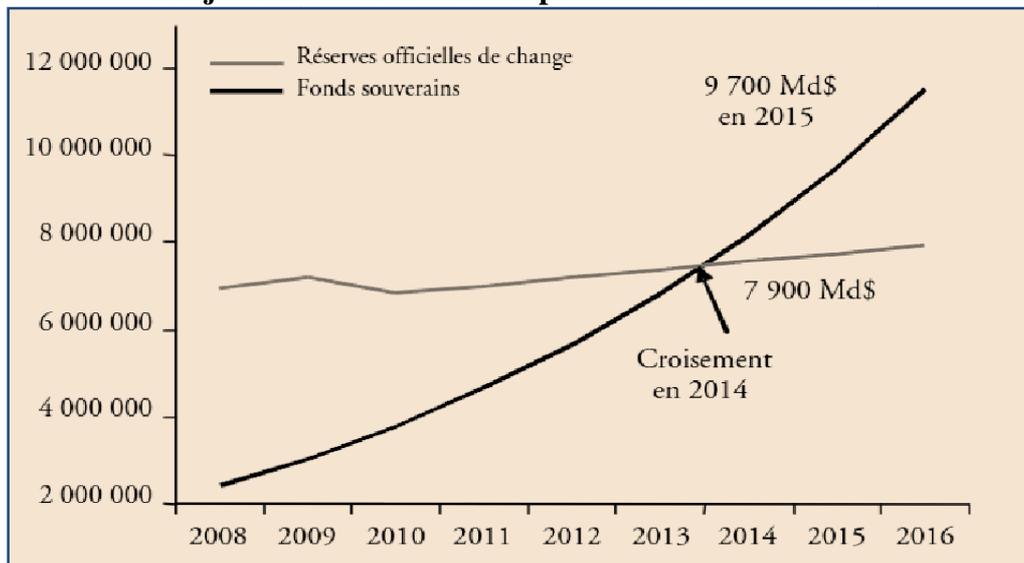
En confiant leurs réserves à des fonds souverains qui peuvent investir dans des instruments plus risqués et moins liquides, les pays concernés visent des rendements plus élevés. Ils devraient donc avoir tendance à placer leurs nouvelles réserves de change dans des fonds souverains, voire à transférer vers ces fonds une partie des réserves existantes de leur banque centrale¹¹⁶.

Il y a donc là un potentiel de développement considérable pour les fonds dont le volume pourrait dépasser la taille des réserves officielles mondiales avant 2014.

¹¹⁵ [Sovereign Wealth Fund Institute](#)

¹¹⁶ Caroline Bertin Delacour, *Les fonds souverains*, pp 81, Les Échos éditions, 2009

Figure N° 16 :
Projections de croissance rapide des fonds souverains



Source : estimations de Morgan Stanley Research.

Nous pouvons conclure qu'entre 2012 et 2013, les actifs détenus par les fonds souverains à travers le monde avaient augmenté de 760 milliards de dollars, selon le bureau de conseil financier britannique Preqin. Depuis 2007 que le cabinet britannique réalise son étude annuelle, jamais le volume des avoirs des fonds souverains n'avait atteint un tel volume. Et jamais une telle croissance des actifs n'avait été constatée. Cette hausse serait due à plusieurs facteurs que nous avons précédemment cités et qui sont relatifs à la hausse des prix des matières premières (hydrocarbures, métaux rares et précieux) ainsi que de l'augmentation des excédants commerciaux des pays asiatiques.

L'importance des matières premières énergétiques se sont vérifiés en 2013 selon Preqin: 50,5% des avoirs des fonds souverains sont issus des exportations d'hydrocarbures (pays du Golfe persique, Norvège, etc.). Un volume quasiment similaire (48,4%) est issu de réserves officielles de nouvelles puissances économiques mondiales, notamment en Asie (Chine, Singapour). Enfin, 1,1% des avoirs sont originaires de l'extraction de matières premières autres qu'énergétiques (métaux rares, pierres précieuses).

Les fonds souverains affichent une santé insolente qui d'après différents spécialistes devrait perdurer encore sur le moyen long terme. En effet selon toutes les estimations, les Fsv devraient continuer à croître rapidement, tant en nombre (*phénomène d'imitation*) qu'en volume (*les raisons précédemment expliquées*), amplifiant ainsi les possibilités qu'ils offrent mais accentuant également les préoccupations qu'ils suscitent.

Il n'est donc pas surprenant que leur montée en puissance ait attiré l'attention dans plusieurs pays développés et déclenché un débat au sein des enceintes ou organisations internationales. Dans l'union européenne, au sein du FMI ou encore au niveau de l'OCDE, plusieurs Etats membres réfléchissent aux mesures qu'ils pourraient prendre pour faire face à ce phénomène.¹¹⁷

II- La réaction protectionniste des pays hôtes :

La montée en puissance des fonds souverains et leur contrôle par les États inquiètent, *ils auraient des visées « impérialistes » et seraient en position de s'emparer des fleurons de l'économie occidentale ; « ADIA pourrait s'offrir Total, AXA, BNP Paribas, Crédit Agricole, Bouygues, L'Oréal, Michelin, Danone et LVMH réunis » ; l'empire du Milieu pourrait « coloniser » l'Amérique ; les banques tomber sous le « contrôle des communistes et des terroristes »*. Des mots très durs sont ainsi prononcés à l'encontre de ces nouveaux acteurs de la finance internationale. Voici effectivement le type de discours qu'on peut lire dans les différents magazine et revues occidentales spécialisées ces derniers temps. Elle démontre l'ampleur de la crainte suscitée par ces fonds du côté des pays hôtes. À raison ou à tort ! c'est ce que nous allons essayer d'expliquer dans cet élément du chapitre.

Malgré les engagements de transparence qu'illustre la mise en place de règles de gouvernance internationales (à l'image des *Principes de Santiago*), la gestion de ces entités reste la plupart du temps opaque. Ce qui renforce encore plus une méfiance toujours plus grandissante à leur égard. La transparence du fonds norvégien fait cependant office d'exception. Les pays concernés ne communiquent pas sur les résultats, et le montant exact des avoirs reste inconnu. En avançant masqués, les fonds alimentent dans les pays cibles la paranoïa d'une mainmise sur des actifs stratégiques.

En réponse à cela, les économies occidentales - malgré le besoin vital d'une ouverture de leurs marchés pour les capitaux étrangers après la crise de 2007- se sont saisies de la question afin de définir un ensemble de règles pour faire face à cette *éventuelle menace*.

C'est donc de ces instruments juridiques variés qui peuvent être utilisés pour contrôler les opérations émanant des fonds souverains que nous allons traiter ci-dessous :

¹¹⁷ Communication de la commission au parlement européen au conseil, au comité économique et social européen et au comité des régions- Approche européenne commune en matière des fonds souverains. Bruxelles, le 27/02/2008

1- Règles de l'OCDE :

L'OCDE, qui réunit trente pays membres¹¹⁸, s'emploie depuis 1961 à promouvoir la libération progressive des mouvements de capitaux entre ses membres. Elle a établi des règles en matière d'investissement, intégrées dans le Code de la libération des mouvements de capitaux, régulièrement révisées et renforcées afin de rester adaptées et efficaces

A l'image de la mission qui a déjà été confiée à cette instance en 2006, se rapportant à des travaux sur le thème des «*restrictions apportées par les Etats à l'investissement dans les secteurs qu'ils jugent stratégiques*».

Sur les fonds souverains en particulier le projet s'articulant sur « *la liberté d'investissement, la sécurité nationale et les secteurs "stratégiques"* » qui a repris les instruments pour l'investissement qui existent déjà dans les codes de l'OCDE et dont l'imposition s'étale à tous les Etats membres. Ces principes qui sont (*la non discrimination, la transparence et la libéralisation*) recouvrent une utilité fondamentale pour l'orientation des actions des pays récipiendaires. Ainsi, les investisseurs étrangers recevront un traitement équitable, y compris les fonds souverains.¹¹⁹

Voici un extrait du rapport du Comité de l'investissement de l'OCDE, qui résume les principes établis en matière d'investissement représentant l'acquis de l'OCDE:

« *Les principaux instruments de l'OCDE pour l'investissement sont le Code de l'OCDE de la libération des mouvements de capitaux adopté en 1961 et la Déclaration de 1976 sur l'investissement international et les entreprises multinationales, dans sa version révisée en 2000. Ces textes prévoient des procédures de notification et de surveillance multilatérale, sous la supervision générale du Conseil de l'OCDE, afin de garantir leur respect. Ces instruments comportent les principes suivants:*

a- Non discrimination : Les investisseurs étrangers ne doivent pas être soumis à un régime moins favorable que les investisseurs nationaux dans les mêmes circonstances. Bien que les instruments de l'OCDE protègent directement la liberté d'investissement des fonds

¹¹⁸ Allemagne, Australie, Autriche, Belgique, Canada, Corée, Danemark, Espagne, États-Unis, Finlande, France, Grèce, Hongrie, Irlande, Islande, Italie, Japon, Luxembourg, Mexique, Norvège, Nouvelle-Zélande, Pays-Bas, Pologne, Portugal, République slovaque, République tchèque, Royaume-Uni, Suède, Suisse et Turquie.

¹¹⁹ MOHAND OUALI Radia : Mémoire, Les fonds souverains et la régulation du capitalisme financier. UNIVERSITE Mouloud MAMMERI DE TIZI-OUZOU. 05avril 2012. p65

souverains établis dans les pays membres, ils obligent également les membres à tout faire pour étendre les avantages de la libération à tous les membres du Fonds monétaire international. En pratique, l'expérience a montré que les gouvernements des pays de l'OCDE adoptent presque toujours des mesures de libération sans opérer de discrimination à l'égard des pays non membres : les investisseurs de ces pays bénéficient des mêmes avantages de liberté d'accès au marché que les résidents de pays membres de l'OCDE. Toute discrimination flagrante envers des investisseurs non établis dans la zone OCDE reviendrait à s'écarter considérablement de la tradition de l'OCDE.¹²⁰

b- Transparence: Les informations sur les restrictions à l'investissement étranger doivent être complètes et accessibles à tous. en effet pour respecter ce principe de transparence, les Etats membres s'engagent à adopter les orientations suivantes : codification et publication des restriction, notification préalable en cas de modification de la politique d'investissement, consultation des parties concernés dans le cas d'une modification de la politique d'investissement, équité et prévisibilité des procédures qui doivent être notamment assorties de délais stricts, divulgation des actions menées dans le cadre de la politique d'investissement.¹²¹

c- Libération progressive : Les membres s'engagent à supprimer progressivement les restrictions à la libre circulation des capitaux dans leurs pays.

d- Statu quo: Les membres s'engagent à ne pas mettre en place de nouvelles restrictions.

e- Libération unilatérale : Les membres s'engagent également à faire bénéficier tous les autres membres des mesures de libération qu'ils prennent et à ne pas les conditionner à celles engagées par d'autres pays. La non -réciprocité est un principe important pour l'OCDE. Les instruments de l'OCDE sont basés sur la conviction que la libération profite à tous, et notamment au pays qui en est à l'origine».¹²²

Cependant il existe une exception, ou les pays peuvent déroger aux règles, et ce, quand il s'agit de sécurité nationale : en effet Les textes autorisent une exception au principe d'ouverture, selon laquelle un membre de l'OCDE peut prendre les mesures qu'il estime nécessaires « à la protection des intérêts essentiels de sa sécurité » et « au maintien de l'ordre public ou la protection de la santé, de la moralité et de la sécurité publiques ». Ces

¹²⁰ Idem

¹²¹ Alain DEMAROLLE. Inspecteur des Finance. Rapport sur les fons souverains, p 16

¹²² MOHAND OUALI Radia : Mémoire, Les fonds souverains et la régulation du capitalisme financier. UNIVERSITE Mouloud MAMMERI DE TIZI-OUZOU. 05avril 2012. p65

préoccupations relèvent de l'autodétermination des États, qui sont fondés à déterminer les mesures adaptées à la préservation de leur sécurité nationale.¹²³

Toutefois, il a été convenu par les membres de l'OCDE que l'application de la clause se rapportant à la sécurité nationale incluse dans les instruments de l'OCDE pour les investissements, ne devait en aucun cas servir de prétexte à des politiques protectionnistes. L'engagement pris par ces pays pour instaurer des politiques d'investissement ouvertes doit demeurer sans équivoque.

2- Règles de l'Union européenne :

L'UE à elle aussi mis en place un certain nombre de règles en ce qui concerne les investissements étrangers. Le système européen, bien qu'indépendant de celui de l'OCDE, ne peut être plus restrictif que celui-ci en matière de libéralisation.

L'UE en bonne partisante et praticienne du système capitaliste prône le principe de la libre circulation des capitaux.

Ainsi, l'article 56 du traité CE dispose que « *toutes les restrictions aux mouvements de capitaux entre les États membres et entre les États membres et les pays tiers sont interdites* ». Le principe de libre circulation des capitaux s'applique donc non seulement à l'intérieur de l'UE, mais aussi entre les États membres et les pays tiers. Cet article stipule aussi *qu'un investisseur d'un pays tiers doit être traité par un État membre sans discrimination par rapport à un investisseur d'un autre État membre*.

En outre, les dispositions du traité CE relatives à la libre circulation des capitaux n'opèrent pas de distinction entre les investisseurs publics et les investisseurs privés. Ainsi, un investisseur public d'un État tiers, tel un fonds souverain, doit être traité de la même manière qu'un investisseur privé d'un État de l'Union.¹²⁴

Cependant les pays faisant partie de l'UE peuvent enfreindre la règle des lois régissant ce libre échange quand il s'agit entre autre de la sécurité nationale, en effet ces pays membres peuvent prendre des restrictions au principe de libre circulation des capitaux lorsque la sécurité l'exige.

Ainsi, l'article 58, 1. b) du traité CE autorise un État membre à « *prendre des mesures justifiées par des motifs liés à l'ordre public ou à la sécurité publique* » et l'article 296 du traité CE lui permet de « *prendre les mesures qu'il estime nécessaires à la protection des*

¹²³ Caroline Bertin Delacour, *Les fonds souverains*, pp 118, Les Échos éditions, 2009

¹²⁴ Idem pp121

intérêts essentiels de sa sécurité et qui se rapportent à la production ou au commerce d'armes, de munitions et de matériel de guerre »¹²⁵.

Outre ces cas, toute mesure prise par un Etat membre d'empêcher un Etat étranger d'investir dans le capital d'une société lui appartenant constitue une restriction à la libre circulation des capitaux et forme de ce fait une forme de protectionnisme.

Cependant, il existe au sein de l'UE vingt-sept législations nationales visant à contrôler les investissements étrangers, toutes différentes — que ce soit au niveau des intérêts à protéger, des opérations soumises à contrôle ou des procédures applicables — et plus ou moins discutables sur le plan de la conformité au droit européen.¹²⁶

3- Quelques exemples de mesures nationales de protection de la sécurité :

Nous allons étudier ci-dessous les réglementations de quatre pays en matière d'investissements étrangers (France, Royaume-Uni, Allemagne, et États-Unis). Etant tous membres de l'OCDE et que quelques uns font partie de l'UE, on pourrait croire que les restrictions qu'ils appliquent en la matière des investissements étrangers et plus précisément concernant les fonds souverains sont les mêmes que celle imposées par ces deux communautés. Mais il se trouve que ces pays, interprètent, la notion de sécurité nationale, chacun à leur façon. C'est ce nous allons constater dans ce qui suit :

a- France :

Les fonds souverains (SWF) constituent « *un phénomène qui suscite des interrogations légitimes mais demeure fondamentalement positif* », explique l'inspecteur des Finances et expert français Alain Demarolle, auteur du rapport qu'il a mené sur les fonds souverains en mai 2008.

Le même rapport du même auteur confirme le rôle très positif que pourraient jouer les fonds souverains, où il cite : « ... *Les fonds souverains peuvent jouer un rôle positif au sein du système financier international pour les pays d'origine, comme pour les pays d'accueil. Leur perspective à long terme est en effet particulièrement bienvenue pour le financement d'investissement essentiels, tels que les infrastructures et permet d'asseoir le développement des entreprises dans la durée. Ils constituent enfin un investisseur particulièrement précieux face à la crise financière actuelle. En témoignent leurs prises de participation dans de nombreuses institutions financières de premier plan* ».

¹²⁵ Idem

¹²⁶ Idem

Cependant la législation française ne la voit pas de cet œil-ci, on effet malgré de multiples déclarations de bonnes intentions, des inquiétudes demeurent à l'égard des fonds souverains. Ces derniers quant a eux perçoivent la France comme un pays réticent à accueillir leurs investissements.

En effet les lois françaises sont considérées parmi les plus restrictives et les plus sélectives en la matière. Telles les suivantes :

Selon la loi du 9 décembre 2004¹²⁷, sont soumis à autorisation préalable du ministre chargé de l'Économie, les investissements étrangers en France dans une activité :

- participant « à l'exercice de l'autorité publique » ;
- « de nature à porter atteinte à l'ordre public, à la sécurité publique ou aux intérêts de la défense nationale » ;
- « de recherche, de production ou de commercialisation d'armes, de munitions, de poudres et substances explosives ».

La nature de ces activités a été précisée par un décret du 30 décembre 2005, dit décret anti-OPA.¹²⁸

Les secteurs protégés sont limitativement énumérés et relèvent des jeux d'argent (au nom de la lutte contre le blanchiment de capitaux), de la sécurité publique et de la défense. Il s'agit des activités suivantes :¹²⁹

1. jeux d'argent ;
2. sécurité privée ;
3. développement de moyens destinés à faire face à l'utilisation illicite d'agents pathogènes ou toxiques (antidotes) ;
4. interception des communications ;
5. sécurité des systèmes d'information (deux activités) ;
6. technologies duales (Technologies à double usage, civil et militaire);
7. cryptologie ;
8. industrie secret défense ;
9. armement ;

¹²⁷ CMF, art. L.151-3.

¹²⁸ Caroline Bertin Delacour, *Les fonds souverains*, pp 125, Les Échos éditions, 2009

¹²⁹ Idem

10. étude ou fourniture d'équipements au profit du ministère de la Défense.

La Commission européenne a demandé à la France, par un avis motivé en date du 12 octobre 2006, de modifier le dispositif sur ce point, au motif qu'il est contraire à la libre circulation des capitaux et à la liberté d'investissement. Le gouvernement français a répondu le 11 décembre 2006. La procédure semble gelée depuis lors : la France n'a pas modifié son décret¹³⁰.

Pour ce qui est des fonds souverains aspirant l'acquisition de plus de 33,33% du capital d'une société française dont l'activité exercée est réputée sensible, ils ne dérogent pas à la règle et doivent se soumettre à la procédure d'autorisation préalable citée ci-dessus. Ainsi, le fonds souverain QIA du Qatar, en voulant acquérir 100% de Cegelec – société française de l'ingénierie électrique sollicitée également par la défense et le nucléaire – en 2008, a formulé une demande d'autorisation préalable à son investissement pour le ministre de l'économie et des finances. L'opération d'investissement a été permise mais non sans certaines conditions et après de longues concertations avec des hauts services de l'Etat.

Pourtant, le régime français est moins restrictif et offre plus de sécurité et de prévisibilité que la plupart des régimes applicables dans les autres pays industrialisés. Par exemple ;

- Le dispositif français ne réserve pas de traitement particulier aux fonds souverains ni plus généralement aux entités contrôlées par des gouvernements : il vise indifféremment les opérations réalisées par les investisseurs de pays tiers à l'Europe, sans distinguer selon leur nature publique ou privée, contrairement aux États-Unis ou à l'Australie par exemple.
- Mais aussi, le seuil de participation (33,33 %) au-delà duquel la réglementation s'applique est plus élevé que dans d'autres pays, tels que l'Allemagne (25 %) ou les États-Unis (10 %).¹³¹

b- Royaume-Uni :

Dans le domaine juridique, l'*Enterprise Act (Loi sur les Entreprises)* autorise depuis 2002 le secrétaire d'État aux Affaires et à l'Entreprise anglais à intervenir lors de prises de

¹³⁰ Idem

¹³¹ Idem, p 129.

participations étrangères pouvant porter atteinte à l'intérêt public. Par intérêt public, on entend ce qui est lié à la sécurité nationale. Cependant, le secrétaire d'État peut décider d'ajouter des secteurs d'activités si les circonstances, selon lui, l'imposent. Cette ordonnance doit être alors votée au Parlement dans les 28 jours pour être applicable. Les opérations concernées par l'*Enterprise Act* sont les prises de participation de plus de 50 % du capital ou de telle sorte de permettre une influence sur la gestion de l'entreprise ou de fusion dans lesquelles l'entreprise britannique acquise réalise un chiffre d'affaires supérieur à 70 millions de £ (ou résultant en l'acquisition au Royaume-Uni d'une part de marché au moins égale à 25 %).

Ou bien encore, les prises de participation dans une entreprise de la défense dont l'armée anglaise est cliente.

L'intérêt public est défini par référence à la « sécurité nationale ». Depuis octobre 2008, il inclut aussi le « maintien de la stabilité du système financier du Royaume-Uni ».

Il est aussi à noter que le ministre de l'industrie peut mettre à tout moment une ordonnance, y compris si une transaction est en cours d'instruction. Le ministre peut donc, à l'occasion d'une opération particulière qui ne porte pas forcément atteinte à la sécurité nationale, décider qu'elle met néanmoins en cause l'intérêt public. Toutefois, l'ordonnance ministérielle ne devient définitive qu'après approbation par le parlement, qui doit se prononcer dans les vingt-huit jours.

Malgré cela, le Royaume-Uni est perçu comme un pays libéral, accordant peu d'importance à la nationalité des investisseurs et très critique vis-à-vis de tout protectionnisme. Compte tenu du rôle de Londres comme place financière, de nombreux fonds y ont des bureaux, comme KIA (Koweït), ADIA (Abu Dhabi), BIA (Brunei), Temasek et GIC (Singapour) ; CIC, le fonds chinois, pourrait aussi s'y installer.¹³²

Quelques chiffres : Le Royaume-Uni est de loin le pays européen où les fonds souverains sont le plus présents. Ils ont investi dans le secteur financier d'abord : 36 % du capital de Barclays Bank sont aux mains des fonds souverains de Singapour, de Chine et du Qatar (avec d'autres actionnaires qataris) ; plus de 20 % de Standard Chartered sont détenus par Temasek (Singapour) et ICD (Dubai) ; le London Stock Exchange appartient aux fonds du Qatar et de Dubai à plus de 35 %. Ils ont aussi investi dans d'autres secteurs, tels que l'énergie — KIA (Koweït) et SAFE (Chine) détiennent des participations dans BP, QIA (Qatar) et ICD (Dubai)

¹³² Idem p 131

sont chez BHP Billiton — ou la distribution — des fonds qataris possèdent plus du quart du capital de Sainsbury's.¹³³

Le Royaume-Uni est ainsi considéré comme étant la première cible des fonds souverains, loin devant la France et l'Allemagne.

Toutefois, les pertes qu'ont connues les investisseurs dans les banques britanniques depuis le début de la crise ont détourné les fonds souverains vers des entreprises plus traditionnelles comme les industrielles allemandes. La dernière grande transaction en date, qui fait suite à la fusion de Volkswagen avec Porsche, a vu le fonds du Qatar QIA investir 7 milliards € dans le nouveau groupe, portant ainsi sa participation à environ 20 % du capital. Cette opération fait suite à celle du fonds ADIA sur un peu plus de 9 % du capital de Daimler. Les deux nouveaux partenaires souhaitent travailler ensemble sur des projets de voitures électriques.¹³⁴

c- Allemagne :

Le gouvernement d'Angela Merkel a adopté en août 2008 un projet de loi visant à empêcher les prises de contrôle indésirables de sociétés allemandes par des fonds souverains venant de pays en dehors de l'Union Européenne. Par ce dispositif, l'Allemagne veut protéger les secteurs sensibles et stratégiques de son économie (la défense - déjà couverte par la précédente législation - les télécommunications, banques, énergie, et certains services publics.). *"Le projet de loi donne à une commission, dirigée par le ministre fédéral allemand de l'Economie, le pouvoir de bloquer les appels d'offre pour 25% ou plus d'une société clé par des fonds et des sociétés dont les actionnaires majoritaires ne sont pas ressortissants de l'Union européenne"*

Cette loi a définitivement été adoptée en février 2009. Les opérations concernées par cette loi sont les acquisitions réalisées par un investisseur non européen et portant sur 25 % ou plus du capital d'une société allemande. Les investissements étrangers directs et indirects sont visés : la réglementation s'applique aux investisseurs qui ne sont pas ressortissants de l'UE ou de l'AELE¹³⁵, et à ceux qui sont ressortissants de l'UE ou de l'AELE mais qui sont détenus à au moins 25 % par un actionnaire qui ne l'est pas¹³⁶. Ce dispositif s'applique également aux

¹³³ Idem p 132

¹³⁴ Le Royaume-Uni, première cible des fonds souverains en Europe ; http://fr.wikipedia.org/wiki/Fonds_souverain#Le_RoyaumeUni.2C_premi.C3.A8re_cible_des_fonds_souverain_en_Europe

¹³⁵ L'Association européenne de libre échange a pour membres la Norvège, l'Islande, la Suisse et le Liechtenstein.

¹³⁶ Caroline Bertin Delacour, *Les fonds souverains*, pp 133, Les Échos éditions, 2009

investissements réalisés par des fonds souverains dans des sociétés allemandes. Ici aussi, dans le cas de l'Allemagne, C'est entre autres la crainte suscitée par la montée en puissance de ces fonds qui a poussé le gouvernement à renforcer sa législation. Ces caractéristiques qui laissent un large éventail de manœuvre pour les autorités concernant la notion de sécurité, pourraient compromettre l'attractivité de l'Allemagne comme pays d'accueil des investissements en provenance de pays tiers à l'Europe.

d- États-Unis :

Les États-Unis affichent une certaine volonté de composer avec les fonds souverains, mais une méfiance à leur égard existe. L'État fédéral dispose d'une multitude d'instruments visant la protection d'intérêts considérés comme vitaux et tente par leur biais d'encadrer les investissements directs étrangers applicables aux fonds souverains. À ce titre, plusieurs secteurs font l'objet d'une surveillance particulière et portent souvent la notion de « sécurité nationale », souvent interprétée de manière large et opportune¹³⁷.

Pour se prémunir, les USA disposent du *Comité pour l'investissement étranger aux États-Unis* (CFIUS, *Comity of Foreign Investment in United States*), qui est une organisation créée en 1975 par un décret du président Gerald Ford et présidé par le département du Trésor chargée d'analyser les acquisitions d'entreprises américaines par des compagnies étrangères. Il est composé de 11 agences US, incluant aussi les départements de la Défense, et du Commerce, de même que le département de la sécurité intérieure.

Le rôle de cet organisme est d'examiner les investissements étrangers présentant un risque pour la « sécurité » du pays. Un comité interministériel, placé sous la présidence du Département du Trésor se charge de cette mission. Les décisions qui en découlent peuvent être ensuite suspendues ou interdites par le président des États-Unis.

La notion de sécurité nationale est interprétée de manière extensive et englobe la défense, les infrastructures et les technologies critiques, l'énergie, les technologies duales, ainsi que les opérations des investisseurs contrôlés par un gouvernement étranger. Le CFIUS peut considérer tout autre facteur qu'il estime approprié pour déterminer si une opération présente un risque pour la sécurité nationale¹³⁸.

¹³⁷ Jean Michel ROCCHI, Michel RUIMY, «Les fonds souverains», *Economica*, 2011, pp.127

¹³⁸ Caroline Bertin Delacour, *Les fonds souverains*, p134, Les Échos éditions, 2009

Le président peut confirmer la dangerosité de l'investissement pour la sécurité nationale si ¹³⁹:

1. l'investissement étranger cible la production nationale indispensable pour les besoins projetés en défense (sécurité) nationale;
2. affecte l'aptitude et la capacité des industries nationales à répondre aux exigences de sécurité nationale (disponibilité des ressources humaines, des produits, des technologies, des matériaux et autres fournitures et services) ;
3. le contrôle des industries nationales et d'activités commerciales par des investisseurs étrangers la capacité de l'État à répondre aux exigences de la sécurité nationale ;
4. les effets potentiels du projet ou de la transaction envisagés sur les ventes de matériel militaire, d'équipement ou de technologie à n'importe quel pays soutenant le terrorisme et produisant des armes.
5. les effets potentiels sur le leadership technologique international américain dans des domaines touchant la sécurité nationale américaine.

Les États-Unis ont renforcé leur législation sur les investissements étrangers aux termes du *Foreign Investment and National Security Act (FINSA)*, entré en vigueur le 24 octobre 2007 et mis en œuvre par des régulations en date du 14 novembre 2008.¹⁴⁰

Les USA ont de ce fait pris des mesures pour durcir la réglementation contre les investissements émanant des SWF. Selon les nouvelles règles, les transactions dans lesquelles une entité étrangère acquiert une participation de moins de 10% dans un secteur, n'obtiendrait pas automatiquement une exemption d'examen par le CFIUS.

Depuis 1988, les sociétés étrangères ont envoyé au CFIUS plusieurs milliers d'avis d'intention d'achat d'entreprises américaines, mais le CFIUS a étudié seulement quelques-uns.

Dans le passé, il a été impliqué dans la "restriction des ventes d'ordinateurs avancés à une liste importante de pays, de la Chine à l'Iran". Même les accords entre des compagnies américaines et provenant de pays amis sont sujets à un analyse du CFIUS, comme l'acquisition par BAE

¹³⁹ Seth Robert LINDBERG, «Sovereign wealth funds regulation in the E.U and US», *Syracuse Journal of International Law & commerce*, 2009, pp.101

¹⁴⁰ Idem, p 135

Systems de United Defense début 2005. Néanmoins, la vaste majorité des transactions soumises au CFIUS est approuvée sans difficulté.

A l'image de l'acquisition par Lenovo de la division PC et portable de IBM en 2005, ou encore la tentative d'achat par CNOOC, une entreprise d'État chinoise, de la société américaine d'énergie Unocal au cours de la même année, en effet plusieurs parlementaires se sont opposés au projet, aux motifs que CNOOC utilisait des fonds publics pour faire son enchère et qu'Unocal disposait d'une technologie sensible. CNOOC a été contrainte de se retirer.¹⁴¹

Parmi toutes ces soumissions, le CFIUS n'en a bloqué qu'un seul. Le seul investissement bloqué s'agit de la tentative de l'achat par la *China Aviation Technology Import-Export Corporation* d'un fabricant de pièces d'aéronefs civils privé, basé à Seattle.

Mais la seule fois qu'une acquisition par un fonds souverain a été officiellement bloquée par les autorités américaines, était l'acquisition en 2006 par Dubaï Ports World (DPW), filiale du fonds souverain de Dubaï ICD, d'une société britannique (P&O) contrôlant l'exploitation des ports de New York, Newark, Philadelphie, Baltimore, Miami et la Nouvelle-Orléans¹⁴². Alors que l'opération avait initialement reçu l'aval du CFIUS, cette opération de prise de contrôle des ports américains par une entreprise étrangère a été à l'origine d'une polémique et a suscité l'indignation des politiques américains. En avançant la raison nationale «motif de sécurité nationale», le Congrès américain a tenté de bloquer le fonctionnement de l'entreprise et il a fallu attendre mars 2006 pour que *Dubaï Ports World* convienne à remettre le fonctionnement de ces ports entre les mains d'entités américaines.

La nouvelle réglementation a renforcé le contrôle des investissements publics étrangers. Toute opération dans laquelle l'acquéreur est un gouvernement étranger ou une entité contrôlée par un gouvernement étranger, notamment un fonds souverain, doit être soumise au CFIUS pour examen et, sauf exception, pour enquête.¹⁴³

Toutefois, la crise financière (crise du crédit) 2008-2009 a vu baisser la crainte des pays d'accueil face aux fonds souverains qui avaient énormément besoin de liquidité pour recapitaliser leurs différentes institutions financières. Tel est le cas des USA, en effet, en

¹⁴¹ http://fr.wikipedia.org/wiki/Comit%C3%A9_pour_l%27investissement_%C3%A9tranger_aux_%C3%89tats-Unis tiré de la Page du CFIUS sur le site du trésor américain

¹⁴² Caroline Bertin Delacour, *Les fonds souverains*, p136, Les Échos éditions, 2009

¹⁴³ Idem

janvier 2009, le CFIUS a autorisé la création d'une joint-venture entre la société américaine de haute technologie AMD et un fonds souverain d'Abu Dhabi.

En définitif et en commun avec toutes ces mesures, on peut constater que sur le plan juridique, les barrières aux investissements étrangers sont incompatibles entre ces quelques pays. Sauf pour ce qui concerne la sécurité nationale, en effet, ces pays se rejoignent sur cette seule ligne de mire avec les principes de l'OCDE, les règles de l'OMC et, pour les pays européens, les dispositions du traité de l'UE.

D'après ce qui précède, on peut remarquer que c'est à travers une législation parfois discriminatoire que bon nombre d'économies occidentales ont riposté à l'opacité des fonds souverains, au risque de tomber dans les trappes du protectionnisme. Cela joue-t-il en leur faveur ?

4- Dangers du protectionnisme :

Ce protectionnisme engagé par les pays occidentaux n'est il pas un choix risqué ? N'est il pas paradoxal de voir les capitalistes occidentaux réclamer plus de transparence des fonds souverains (surtout de la part de ceux issus des pays émergents et en développement) alors qu'ils ont usé des même méthodes. Ces à ces deux question que nous répond Caroline Bertin Delacour dans sont ouvrage « *Les fonds souverains.* » :

- ***D'abord, sur le plan économique :*** les mesures protectionnistes sont dommageables elles limitent la croissance et le développement, empêchent une allocation efficace des ressources, découragent la concurrence, freinent les progrès sociaux et environnementaux. Elles entravent le financement de nouveaux investissements et privent les secteurs protégés et les pays concernés de capitaux qui leur sont pourtant nécessaires.

- ***Ensuite, sur le plan politique :*** le protectionnisme est illégitime : les opérateurs de l'OCDE ont investi dans les pays émergents au nom de la seule logique de marché, sans nécessairement prendre en compte les intérêts de ces pays. Ainsi, les grandes entreprises occidentales ont pris le contrôle des réseaux d'électricité, d'eau ou de transport des pays du tiers-monde. Les institutions financières allemandes, italiennes et françaises ont acquis la quasi-totalité des réseaux bancaires et d'assurance des pays d'Europe de l'Est.

Les entreprises américaines investissent en Amérique latine ou en Irak pour les ressources naturelles. Il est aujourd'hui difficile de refuser aux pays émergents ce que les pays industrialisés

ont obtenu avant eux, sauf à assumer un système à deux vitesses, à deux poids deux mesures, proche de la xénophobie.

D'autant que les craintes suscitées par les fonds souverains et à l'origine du regain de protectionnisme ne sont pas avérées. En effet, Monitor Group¹⁴⁴ publie en 2008 un rapport important sur les fonds souverains, s'intitulant : « *Evaluer les risques : comportements des fonds souverains dans l'économie mondiale* ». Ce rapport est le premier du genre à analyser les comportements réels et les opérations financières des fonds souverains.

Réalisé dans le but de fournir une recherche concrète permettant d'aller au-delà des stéréotypes et idées reçues sur les intentions des fonds souverains, le rapport remet en question les croyances les plus communes sur les motivations économiques et politiques à l'origine des investissements souverains. En effet aujourd'hui, la concentration la plus importante de fonds souverains par unité de dollar dans le Moyen-Orient et en Asie et leur activité toujours importante d'investissement direct inquiète certains des pays bénéficiaires.

Selon l'analyse des opérations sur capitaux propres rendus publiques impliquant des fonds souverains depuis janvier 2000, les principaux résultats de Monitor Group révèlent que :

- Le comportement des investissements des fonds souverains jusqu'à aujourd'hui suggère que les motivations des fonds sont principalement financières et ne semblent pas comporter de raisons politiques. Alors que certains fonds constituent des investissements stratégiques permettant de renforcer le développement économique dans leur propre nation, Monitor Group n'a trouvé aucune preuve que les fonds souverains, plus spécifiquement les fonds du Moyen-Orient et d'Asie, étaient actifs et constituaient une menace pour la sécurité nationale des pays où ils investissaient. Les investissements dans les domaines du transport, de la défense, l'aérospatiale, et la haute technologie représentent en effet moins d'un pour cent (1%) des négociations de la base de données du Monitor Group.
- Les fonds souverains ont des intérêts dans et contrôlent certaines sociétés. À la différence des vues dominantes, la moitié des opérations des FSV reconnus publiquement depuis 2000 étaient des acquisitions à participation majoritaire. Toutefois, la plupart des opérations ont été de loin effectuées sur les marchés nationaux émergents et dans des secteurs tels que

¹⁴⁴ Monitor Group, l'un des principaux cabinets de conseil du monde, CAMBRIDGE, Massachusetts, Etats-Unis. 09 Juin 2008- www.monitor.com/sovereignwealth

les produits et services de consommation et industriels n'étant généralement pas considérés comme sensible d'un point de vue politique.

- Certaines opérations importantes dans des services financiers durant l'encadrement du crédit de 2007-2008 a créé l'impression que les FSv ciblaient des investissements dans les pays de l'OECD. Monitor soutient en revanche que ces opérations étaient plus opportunistes que stratégiques considérant que le montant total des investissements des FSv depuis 2000 révèle que ces derniers investissent plus activement dans les marchés nationaux et émergents que dans les pays de l'OECD.
- Les FS prennent peu à peu plus de risques financiers dans leurs portefeuilles d'investissements en investissant moins dans les catégories de biens conservatives et, progressivement, dans plus de marchés émergents. La plupart des FS sont en train de modifier leur portefeuille de sorte à associer des catégories de biens conservatives et de biens plus liquides, telles que les fonds d'États à niveau de risque plus élevé, les portefeuilles liquides tels que le passif, l'immobilier et autres instruments. Alors que les économies mondiales travaillent pour sortir de la crise de crédit (qu'ils subissent pour la plus part encore aujourd'hui et ce, à travers la défaillance de certaines économies européennes par exemple - poids de la dette), les FSv fournissent une trésorerie nécessaire au système financier mondial.

« Nous avons vu trop d'opinions sur le danger que constituaient les fonds souverains pour le monde occidental en termes d'influence politique et économique. En revanche, ces peurs se reposent sur très peu d'évidences », a déclaré Mark Fuller, Président de Monitor Group. « Ce rapport fournit la première photographie impartiale et factuelle, sur la véritable nature de ces investissements et un regard, grandement nécessaire, dans les débats actuels sur la transparence, la législation et les codes de conduite ».

Le rapport comprend également la vision de Monitor Group du paysage futur constitué des marchés financiers mondiaux auxquels participeront les FSv. Monitor Group pense en effet que trois tendances clés se développeront au cours des cinq années à venir :

- Les FS deviendront des éléments fixes des marchés mondiaux financiers,
- Ils continueront d'investir sur des catégories de biens à risque plus élevé,
- Et enfin, les législateurs et stratèges continueront de mettre en avant des mesures réglementaires pour répondre aux FSv.

Le rapport fait également allusion à deux incertitudes importantes jouant un rôle crucial pour la détermination de la participation future des FS dans les marchés financiers mondiaux :

- **Dans quelle mesure les efforts des FSv pour atteindre leurs objectifs s'opposent-ils aux finalités géostratégiques et financiers menés par leurs gouvernements financiers ?**

L'analyse de Monitor Group a démontré que les gouvernements souverains n'utilisent pas ces fonds comme des outils de politique étrangère, mais plutôt à des fins de gain financier. Ainsi, ces gouvernements ont des raisons bien précises de travailler dans l'architecture existante du système financier mondial sans l'amoindrir en essayant d'utiliser les FSv pour gagner de l'influence politique. Un risque plus probable en revanche, est qu'un FSv quel qu'il soit, puisse introduire un degré inacceptable de risque financier sur le marché d'un autre pays à travers une stratégie d'investissement trop agressive.

- **Comment la réglementation réagit-elle au niveau national :**

Les responsables politiques du monde entier sont déjà en train de demander une révision de la réglementation relative aux FSv et une multitude d'initiatives et d'examens sont déjà en cours. Certains pays ont déjà établi (et continuent de le faire) des lois sur les FSv, alors que les fonds adopteront volontairement des codes de conduite rédigés pour répondre aux inquiétudes concernant les investissements de nature politique. Monitor pense qu'il est peu probable qu'une réglementation coordonnée des FSv soit mise en place dans les années à venir.

Pour arriver à ces conclusions, Monitor Group a récolté et enquêté les données de 1 181 opérations de fonds souverains impliquant 25 fonds de 1975 jusqu'en mars 2008, constituant ainsi la source rendue publique la plus complète sur les opérations de fonds souverains constituée jusqu'à aujourd'hui. Pour permettre une analyse plus complète, des filtres ont été appliqués aux données, laissant 17 fonds, avec un total de 785 opérations et 251 milliards de dollars d'investissement effectués entre 2000 et 2008, la majeure partie d'entre elles provenant du Moyen Orient d'Asie.

Ces conclusions de Monitor Group s'ajoutent à celle de l'expert financier français Alain DEMAROLLE, dans son Rapport sur les fonds souverains publié la même année, où il dresse lui aussi un avis favorable les concernant.

III- Analyse des effets réels des fonds souverains sur le système financier international :

Après avoir décrit les dispositifs mis en place par les pays occidentaux à l'égard des risques *potentiels* que pourraient représenter les fonds souverains pour leurs économies, nous détaillerons dans cet élément du chapitre à la fois la contribution financière réelles de ces fonds en passant par la description des risques *supposés* qu'ils représentent réellement. Mais, plus fondamentalement, nous nous penchons sur les effets favorables et défavorables que peuvent avoir les fonds souverains sur la stabilité financière internationale. Et est ce que les fonds souverains sont vraiment, *in fine*, le signe avant coureur d'une mutation du capitalisme mondialisé appelé à prendre demain un virage vers le Sud et l'Est ? En effet de ce point de vu, *les pays émergents ne sont plus seulement les créanciers des pays occidentaux, mais ces dernières années on constate qu'ils accèdent au statut de propriétaires d'actifs*. Et enfin, nous détaillerons leurs motivations stratégiques et leur impacte sur les pays d'origine.

1- La contribution, le rôle et les effets des fonds souverains sur le système financier international :

Plusieurs économistes et spécialistes dresse un portrait plutôt positif du rôle que les fonds souverains ont joué ou qu'ils pourraient jouer à l'avenir au sein du système financier international. En effet malgré certains défis, ces fonds auront vraisemblablement dans l'ensemble une influence stabilisatrice sur ce système financier mondial, car, en leur qualité d'investisseurs à long terme, ils peuvent injecter des liquidités et atténuer la volatilité sur les marchés¹⁴⁵. Mais aussi, est chose sûrement positive pour les pays occidentaux ces fonds permettent de répartir plus efficacement les excédents financiers entre les pays (sachant que ces derniers on un besoins drastique en liquidité). Ainsi, l'explication du rôle stabilisateur que pourrait jouer ces fonds pour le système financier international, passe aussi par la mise en exergue de leur impacte sur les prix des actifs et les taux de change. Telle est la question à laquelle nous tentons de répondre dans cette partie, en essayant de démontrer le rôle positif des fonds souverains.

a- L'influence stabilisatrice des fonds souverains :

La situation financière mondiale se divise essentiellement en deux blocs, d'une part, les pays à épargne forte et excédents extérieurs (dans cette catégorie, on trouve essentiellement les pays asiatiques et pays exportateurs de matières premières) et, d'autre part,

¹⁴⁵ Rapport de la Banque du Canada, Revue du Système Financier - Décembre 2008. p 47.

les pays à consommation forte mais qui connaissent un déficit extérieurs tel l'Europe, et même un déficit jumeaux (extérieur et intérieur tel les États-Unis). Pour espérer d'atteindre un certain l'équilibre, les surplus du compte courant des pays du bloc excédentaire doivent être prêtés aux pays du bloc déficitaire, que ça soit sous forme d'investissements dans les actifs financiers émis par ces derniers ou encore dans des placement en bons de trésor (américains pour la plus part). Les pays excédentaires réintègrent ainsi leurs capitaux dans l'économie mondiale en les injectant dans celles des pays déficitaires. Ainsi les fonds souverains sont en mesure de fournir des liquidités et d'investir « à contre-courant » pour aider les marchés mondiaux en période de crise financière.

Ce phénomène structurel de transfert de capitaux s'inscrit dans une logique circulaire : les pays excédentaires ont besoin des pays occidentaux pour exporter leurs marchandises et placer leurs surplus d'épargne, et les pays occidentaux ont besoin des pays excédentaires pour financer leurs déficits courants sans contrainte sur la croissance. La pérennité du système relève de l'intérêt mutuel des pays des deux blocs¹⁴⁶. Toutefois, il arrive que cette pratique ne soit pas soutenable ou qu'elle s'avère non optimale, surtout si elle est répétée indéfiniment.

b- L'impact des opérations des fonds souverains sur les prix, les taux et les risque potentiels de volatilité qu'ils pourraient créer:

On pourrait attribuer un coté obscure aux fonds souverains quant à leur éventuelle implication *future* dans une crise économique ou financière ou qu'ils pourraient porter atteinte à la stabilité des prix et des taux des actifs dans financière internationale.

Les fonds souverains, à supposer qu'ils agissent ensemble et de manière coordonnée, auraient la capacité structurelle de faire varier le prix des actifs¹⁴⁷. Comme pour les prix si les fonds souverains investissaient moins en dollar, il en résulterait une dépréciation de ce dernier et une augmentation des taux aux États-Unis. À l'inverse, dans les pays bénéficiaires des flux, cela se traduirait par une appréciation de la monnaie locale et une baisse des taux¹⁴⁸.

Cependant des études ont démontrée que ces fonds n'agissent pas d'une manière collective. Autrement dit, ils ne constituent pas de *Cartel* dont le but est de porter atteinte aux entreprises ou aux économies dans les quelles ils investissent. Même leurs opérations individuelles n'ont pas les capacités ni la portée nécessaire pour engendrer une volatilité et/ou une variation dans

¹⁴⁶ Caroline Bertin Delacour, *Les fonds souverains*, p85, Les Échos éditions, 2009

¹⁴⁷ Idem p 86.

¹⁴⁸ Idem p 87.

les prix des actifs ou encore dans les taux d'intérêts. Cet impact sur la finance internationale est d'autant plus amoindri que ces fonds ne changent pas brusquement de politique d'investissement et qu'ils n'opèrent pas de manière subite (ils n'ont pas tendance à liquider rapidement leurs positions lorsque les marchés se détériorent et ont un taux modéré de rotation du portefeuille - Ce taux mesure la fréquence à laquelle un fonds achète ou vend des titres- ce qui favorise bien évidemment la stabilité financière). Tout ceci est expliqué par leur horizon d'investissement qui est pour la plupart du temps un horizon lointain.

En effet un avantage des fonds souverains qui est souvent mentionné tient à leur taille considérable mais surtout à leurs horizons d'investissement lointains car sachant qu'ils privilégient des stratégies d'investissements de *buy-and-hold* (Stratégie passive dans laquelle un investisseur acquiert des titres et les conserve pendant une longue période, indépendamment des fluctuations du marché), ils sont en mesure d'injecter des liquidités dans les marchés financiers mondiaux et de fournir ainsi des capitaux à ceux qui en ont besoin. Parce que ces fonds ont pour mandat de viser le long terme, ils peuvent surmonter les fluctuations temporaires et agir à contre-courant, en investissant lorsque les marchés sont aux prises avec des tensions¹⁴⁹. Meilleur exemple étant le rôle de sauveur qu'ils ont joué au lendemain de la crise de 2007 où les fonds souverains ont investi des sommes colossales pour aider à recapitaliser les institutions financières de pays développés ébranlées par les pertes consistantes que la crise du marché américain des prêts hypothécaires à risque leur avait fait subir. Malgré ces interventions ils sont restés des investisseurs passifs (autrement dit, les fonds souverains ne s'immiscent pas dans la gestion et ne siègent pas dans les conseils d'administration, en effet ils prennent des participations minoritaires, qui dépassent rarement 10 % du capital des entreprises) c'est dire qu'ils poursuivent uniquement une logique purement financière.

Compte tenu des avantages apportés par les fonds souverains, ce sont souvent les entreprises elles-mêmes qui les sollicitent, lorsqu'elles souhaitent bénéficier du soutien d'un actionnaire de long terme, par exemple dans le cadre d'une opération de recapitalisation. Ce démarchage des principaux fonds souverains a été particulièrement actif lors de la crise des *subprimes*.¹⁵⁰

Il est enfin à noter qu'à ce jour, aucun des fonds souverains n'a souhaité s'impliquer directement dans la gouvernance des établissements financiers. En particulier aucun d'entre

¹⁴⁹ Rapport de la Banque du Canada, Revue du Système Financier - Décembre 2008. p49.

¹⁵⁰ Caroline Bertin Delacour, *Les fonds souverains*, p92, Les Échos éditions, 2009

eux n'a souhaité être représenté au conseil d'administration, alors même que le montant des investissements effectués rendrait une telle demande légitime.

2- Le rôle des fonds souverains comme amortisseur de crise :

Les fonds souverains ne sont en rien responsables de la précédente crise financière, mais ils ont a contrario, joué un rôle d'amortisseur de ses conséquences, et ce grâce à plusieurs facteurs qui expliquent cette meilleure capacité dont jouissent les fonds souverains :

- le montant élevé de leurs encours ;
- la diversité de leurs placements ;
- leur stratégie à long terme ;
- leur moindre aversion au risque ;
- l'absence de recours à l'endettement ou à l'effet de levier ;
- l'absence d'engagements explicites ;
- l'absence d'actionnaires exigeant des retours élevés à court terme.¹⁵¹

De par ces caractéristiques, ils peuvent apporter des liquidités dans les périodes de crise et intervenir à contre-courant quand les prix chutent. Ils sont capables de mobiliser rapidement des montants importants sur des opérations présentant un risque élevé de moins-value à court terme. Ils achètent des actifs dépréciés, mais viables sur la durée. Ils ont la capacité d'absorber la volatilité financière et de tolérer les situations de faible liquidité. Ils y sont disposés par solidarité systémique : ils ont intérêt à une diminution de la crise pour maintenir leurs exportations¹⁵². Seulement ce rôle reste à relativiser.

Aujourd'hui, les fonds souverains subissent la pression pour investir plus prudemment à l'étranger et se recentrer sur le marché domestique ou régional afin de soutenir la croissance, chose qui a été entreprise par le fonds chinois CIC après des pertes subies lors de la crise ce qui lui a valu de vives critiques par les dirigeants chinois.

3- Le rôle que jouent ou que je pourrais jouer les fonds souverains pour les pays d'origines :

Analysons maintenant l'effet des fonds souverains sur le plan micro économique ou encore à l'échelle des économies bien distinctes de chaque pays. En plaçant à l'étranger leurs

¹⁵¹ Alain DEMAROLLE. Inspecteur des Finances. Rapport sur les fonds souverains

¹⁵² Op.cit. Caroline Bertin Delacour, p.92.

capitaux entrants, ces pays sont en mesure de maintenir la stabilité du taux de change de leur monnaie. Une pierre deux coups, ils permettent aussi le règlement de leurs problèmes structurels en investissant leurs revenus excédentaires stratégiquement de manière à surmonter les faiblesses de leur économie.

Les fonds d'épargne quant à eux facilitent les transferts intergénérationnels de richesse afin que les générations futures puissent profiter de la conjoncture favorable du moment. En outre, les placements à l'étranger permettent à ces États d'importer les connaissances et l'expertise technique dont ils ont besoin pour développer les industries locales et l'infrastructure nationale, cela leur permet aussi de la même manière une diversification de leur PIB en développant de nouvelles activités non liées aux matières premières mais aussi en constituant une source de revenus réguliers non liés aux hydrocarbures, dont les réserves comme chacun le sait sont limitées. Tout cela permettra de lancer les bases d'une croissance soutenue en introduisant également une autre donnée, celle de la réallocation des réserves de change des obligations d'Etat (comme le fait l'Algérie actuellement avec les bons de trésor américain) vers des actions, plutôt que financer leur dette publique il est plus avantageux pour ces fonds d'investir dans l'économie productive des pays emprunteurs nets. Chose qui leur permettra d'acquérir une expérience du fonctionnement du marché.

Ainsi, leurs stratégies de placement peuvent contribuer à réduire les vulnérabilités macroéconomiques ou financières qui pourraient être source d'instabilité à l'avenir. Comment ? Ils permettent d'absorber une baisse temporaire du prix des matières premières. Car la constitution d'un fonds permet de dégager des revenus annuels déconnectés des fluctuations des prix des matières premières, afin de compenser leur baisse éventuelle.

Au-delà des évolutions du marché pétrolier, les fonds souverains permettent également de compenser des chocs économiques négatifs, à l'image du fonds pour les générations futures géré par KIA, sur le quel environ 100 Milliards de \$ USD (valeur 1990) avaient été prélevés pour financer la reconstruction du pays après l'invasion irakienne¹⁵³.

¹⁵³ Alain DEMAROLLE. Inspecteur des Finance. Rapport sur les fons souverains, p11.

Conclusion :

D'après ce que nous venons de voir, les fonds souverains devraient contribuer à la stabilité du système financier mondial dans les années à venir et ce, en favorisant le bon fonctionnement des marchés financiers du globe. Chose qu'ils ont déjà démontré lors de la dernière crise financière où ils ont joué un rôle des plus émérites dans la stabilité des économies occidentales.

Certes, il est possible que des considérations politiques ou des objectifs non financiers motivent certaines de leurs actions, cependant au jour d'aujourd'hui, leur attitude a été et reste exemplaire en matière d'investissement et de comportement. Malgré cela, les fonds souverains sont sous surveillance continue de la part des pays d'accueil, qui, bien qu'ils ont un grand besoin en ces capitaux, ont érigé une véritable forteresse législative à leur rencontre afin de prévenir tout agissement *suspect* qui pourrait compromettre, officiellement leur sécurité mais surtout toute menace qui pourrait porter atteinte à leur *leader chip* économique. Car rappelons le, que compte tenu de la taille déjà relativement importante des fonds souverains, toute inflexion du comportement d'investissement émanant de leur part ou tout changement de composition de leur portefeuille peuvent modifier les prix.

Globalement, la demande croissante d'actifs financiers découlant des fonds d'investissement souverains devrait bénéficier à l'économie mondiale. Étant, en règle générale, fortement exposés aux devises étrangères et n'ayant pas d'engagement explicite qui pourrait entraîner un recours à l'endettement ou un besoin de liquidité à court terme, ces fonds ont une plus grande capacité que d'autres investisseurs à prendre des positions longues, dans le cadre des stratégies de placement à long terme.

Chapitre IV :

L'Algérie doit elle se doter d'un fonds souverain ?

Introduction :

Les éléments auxquels nous avons répondu dans les chapitres précédents, notamment ceux liés aux conséquences, parfois désastreuses que peut occasionner une crise financière sur une économie quelques elles soient, nous ont montrés ô combien il est nécessaire pour un pays de se doter d'une multitude d'instruments afin d'y faire face.

Les réserves de change, pour les pays qui les détiennent et leur utilisation d'une manière optimale peuvent contrer tout éventuel choc économique ou encore financier extérieure.

L'Algérie fait partie de cette catégorie de pays, qui pourrait tirer avantage de son réservoir de change. Pour rappel, ses réserves n'étaient que de 12 milliards de \$ en 2000, elles seront plus de 190 milliards fin 2014. Elles auront donc été multipliées par 15 en moins de quinze ans. Cet avantage est dû notamment à l'embellie financière qu'a connue notre pays depuis les années 2000, permettant de ce fait un accroissement substantiel de ses réserves dont l'origine est la hausse des prix des hydrocarbures qui ont connus une envolée spectaculaire ces dernières années. Ce contexte favorable lui a ainsi permis de s'engager dans un processus de développement de plusieurs secteurs. Aussi, elle a procédé au remboursement de sa dette souveraine, en la ramenant au chiffre insignifiant de moins de 500 Millions de \$ en 2013 contre 30 milliards de \$ fin des années 90¹⁵³.

Malgré plusieurs réformes institutionnelles et économiques, la balance commerciale de l'Algérie reste encore dépendante de son secteur phare que sont les hydrocarbures et qui composent à plus de 98% ses exportations, ce qui la rend d'autant plus vulnérable vis-à-vis de la volatilité du prix des hydrocarbures et de leur caractère épuisable.

Toutefois, de part les excédants dégagés par cette conjoncture favorable, l'Algérie a pu constituer un fonds de régulation appelé le FRR (Fonds de Régulation des Recettes), il est alimenté par la fiscalité pétrolière non budgétisée, ce dernier a enregistré une plus-value supérieure à 2.062 milliards de DA (quelque 27 milliards de dollars) en 2013¹⁵⁴, selon les derniers chiffres publiés par le ministère des Finances. Quand est-il de sa gestion ?

¹⁵³ Selon les chiffres avancés par Monsieur le premier ministre de l'Algérie.

¹⁵⁴ Voir tableau N°04 .

Chapitre IV : L'Algérie doit elle se doter d'un fonds souverain ?

Enfin est-ce que l'Algérie est elle prête à transformer une partie de son épargne (les réserves de change et/ou celles du fonds de régulation des recettes), en investissements productifs à travers la création d'un fonds souverains qui aura pour rôle de contribuer à la diversification de son économie ? Qui souscira à la fructification de ses avoirs ? De permettre la mise à niveau de son système financier et d'un marché des capitaux performant ainsi que veiller au développement des ressources humaines spécialisés dans cette branche qui est la finance et qui occupe un si large éventail dans l'économie moderne ?

I- Présentation des différents instruments de gestion des ressources existants liées à la rente pétrolière :

L'Algérie a enregistré des excédents structurels de la balance des paiements à partir de l'an 2000, qui lui ont permis une accumulation massive des réserves de change estimées à 189,768 milliards de dollars US en juin 2013.

Les recettes fiscales pétrolières, qui ont généré des surplus fiscaux très importants (environ 44 milliards de dollars US en 2011¹⁵⁵), ont incité les autorités algériennes à mettre en place deux fonds. L'un, ancien, de réserves de change, l'autre plus récent, de régulation des recettes pétrolières (FRR) instauré depuis 2000 et un nouveau moins connu que les deux précédant, il s'agit du fonds national d'investissement le (FNI).

1- Le fond de réserves de changes :

Comme nous l'avons exposé dans le premier chapitre, ce type de fond est géré par un département de la banque centrale, dans le but d'éviter les couts de stérilisation de réserves de change suite à une entrée massive de devise étrangère. Il a une préférence pour des titres peu risqués notamment les bons de trésor à moyen et à long terme.

Les stratégies des pays divergent en termes de gestion de surplus pétroliers. Si la Norvège, le Koweït ou encore Abu Dhabi ont mené une politique d'investissement à l'étranger, l'Algérie, l'Iran ou encore le Venezuela ont plutôt opté pour la création de fonds de réserves.

Celui créé en Algérie est considéré comme un *sous compte* d'état chez la banque d'Algérie, sa stratégie est plutôt prudente, préférant la sécurité et la liquidité de ses placements à leur rendement. Selon le gouverneur de la Banque d'Algérie, L'Algérie a placé environ 86% de ses réserves à l'étranger 98% depuis 2010 garantis par les Etats. Mais ce taux était inférieur, une partie avait été placée dans des banques internationales cotées AAA. Au sein de cette masse, plus de 45% des réserves sont placées en bons de trésor américains, 45% en obligations européennes avec un taux fixe de 3% avant 2011, ces placements divers ont engendré une recette de 4,7 milliards de dollars, mais ils ont connu une baisse entre 2012/2013 fluctuant entre 2 et 2,25%. Le reste est placé en autres monnaies (livre sterling- yen japonais) et en droit de tirages spéciaux (DTS) auprès du FMI d'un montant de près de 9 milliards de dollars augmenté du dernier prêt de 5 milliards de dollars à un taux inférieur à 1% en 2012¹⁵⁶. « Ces placements sont sécurisés sur trois plans : leur capital est garanti, ils sont couverts contre les

¹⁵⁵ Selon les chiffres avancés par le gouverneur de la Banque d'Algérie

¹⁵⁶ Selon le communiqué du gouverneur de la Banque d'Algérie en 2013.

Chapitre IV : L'Algérie doit elle se doter d'un fonds souverain ?

risques de change et ils sont liquides, c'est-à-dire que nous pouvons les retirer à tout moment »¹⁵⁷, des critiques ont été émises quant à la gestion « prudente » de ces réserves. Selon des experts financiers, cette gestion a causé à l'Algérie un manque à gagner tant sur le plan financier du terme qu'économique. La gestion de ce fond reste elle optimale ?

2- Le fond de régulation des recettes FRR :

Instauré par l'état algérien en 2000, le fonds de régulation des recettes (FRR) est un récipient de l'épargne publique.

Selon l'institut mondial des fonds souverains (SWF institute)¹⁵⁸, Il est classé parmi les 15 premiers fonds souverain à travers le monde, en effet sur les 67 fonds souverains recensés par cet institut à travers le monde, le FRR de l'Algérie est au 14ème rang avec un montant équivalent de 77,2 milliards de dollars. Au niveau africain, l'Algérie occupe la tête du classement, suivie du voisin libyen (17e place mondiale) avec un fonds souverain de 65 milliards de dollars, du Botswana (38e mondial) avec 7 milliards de dollars, de l'Angola (45e place) avec 5 milliards de dollars, et du Nigeria (50e) avec un (1) milliard de dollars, tandis que les fonds de souveraineté d'autres pays africains sont dotés chacun d'un montant inférieur à un (1) milliard de dollars.

Dans le monde arabe, le FRR de l'Algérie est classé au 5ème rang, devancé par les fonds de souveraineté respectivement d'Abou Dhabi (627 milliards de dollars), de l'Arabie saoudite (533 milliards de dollars), du Koweït (342 milliards de dollars) et du Qatar (115 milliards de dollars).

Il est considéré comme un fond de stabilisation, qui protège le budget de l'État contre les variations à court terme des recettes liées aux mouvements importants des prix des matières premières et des taux de change, ce qui permettra de mener à terme les programmes de développement engagés, plus explicitement le FRR sert à :

- La compensation des moins values de la fiscalité pétrolière résultant d'un niveau de recette inférieur aux prévisions des lois de finances¹⁵⁹ ;
- Entretenir le stock de la dette publique ;
- Lisser le profil des dépenses publiques à long terme.

¹⁵⁷ D'après le ministre des finances Karim DJOUDI

¹⁵⁸ <http://www.swfinstitute.org/>

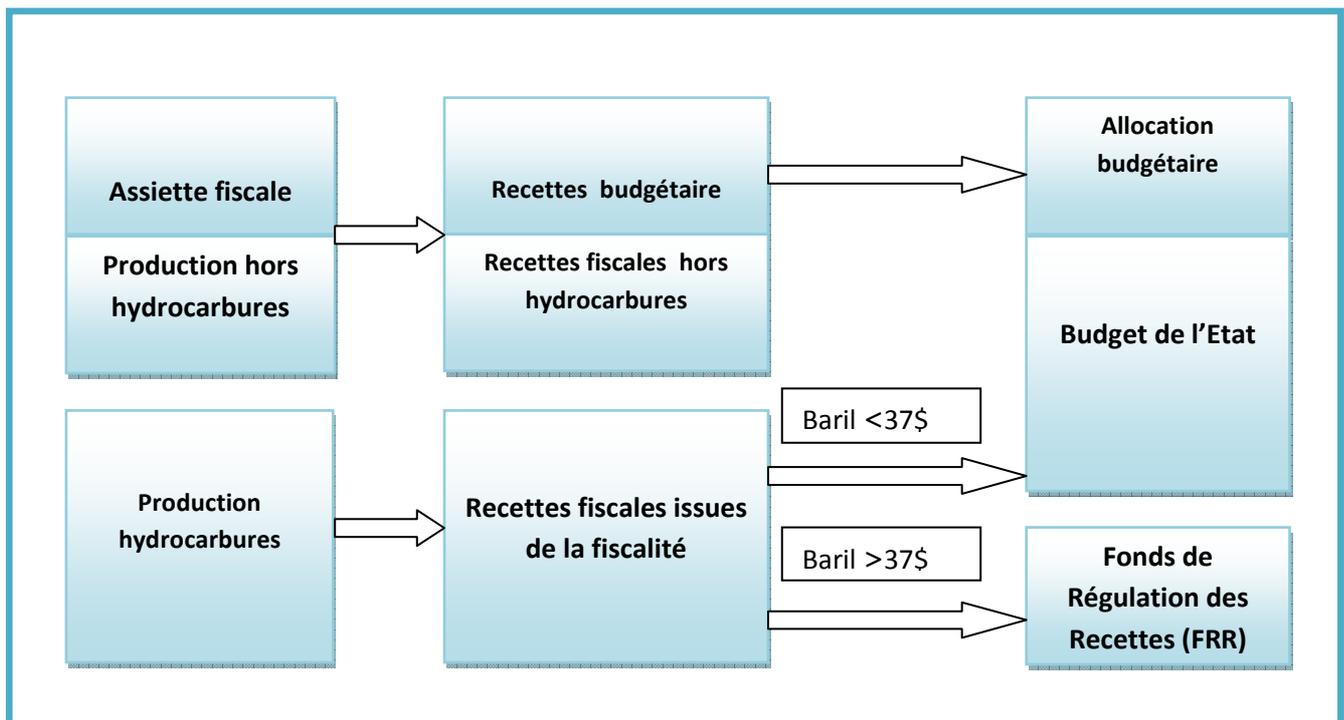
¹⁵⁹ D'après les travaux d'Amine BELAICHA, Abdeldjellil BOUZIDI et Daniel LABARONE. « Un fonds d'investissement d'Etat pour l'Algérie : Approche institutionnelle et confrontation au modèle traditionnel des fonds souverains ».

Chapitre IV : L'Algérie doit elle se doter d'un fonds souverain ?

a- **Mode de fonctionnement du FRR :** Le FRR est alimenté par la différence entre les entrées de la fiscalité pétrolière réelle, engendrée par des prix du baril au-dessus de 100 dollars, et celles de la fiscalité pétrolière budgétisée, fixée sur la base d'un prix référentiel du baril à 37 dollars.

La plus-value sur la fiscalité pétrolière ou la fiscalité non budgétisée, alimentant le FRR, a atteint 2535,3 milliards de dinars en 2012¹⁶⁰.

Figure N°17: Illustration du mode de fonctionnement du FRR



Source : D'après les travaux d'Amine BELAICHA, Abdeldjellil BOUZIDI et Daniel LABARONE. « Un fonds d'investissement d'Etat pour l'Algérie : Approche institutionnelle et confrontation au modèle traditionnel des fonds souverains ».

b- **La fiscalité budgétisée et le prix de référence :**¹⁶¹ Face à la volatilité des prix des hydrocarbures, une démarche reste nécessaire qui consiste en la formulation de prévision prudentielle des prix des hydrocarbures.

En effet, l'avantage de cette pratique réside dans le fait qu'une sous-évaluation des prix prévisionnels du pétrole constitue un signe de prudence budgétaire.

¹⁶⁰ Selon les chiffres du ministère des finances 2013.

¹⁶¹ Ce point s'appuie sur l'article académique intitulé « Politique budgétaire et croissance : Référence au cas d'un pays rentier », publié par Toufik HAMDAD, Maître assistant, Doctorant, Faculté des sciences économiques, commerciales et de gestion, Université Tizi-Ouzou, Algérie

Chapitre IV : L'Algérie doit elle se doter d'un fonds souverain ?

Par ailleurs Budgétiser sur la base des prix de pétrole (principale ressource pour l'Algérie), aide à contenir les dépenses.

En Algérie, la fixation du prix de référence se fait une fois tous les dix ans. Le prix adopté est arrêté sur la base de la moyenne arithmétique simple des prix enregistrés durant la décennie écoulée. Ainsi, pour la période 1998 jusqu'à 2007, le prix de référence servant de base pour l'élaboration du budget de l'Etat ainsi que des objectifs des lois de finances était 19 dollars le baril. Ce prix a été révisé par les dispositions de la loi de finances complémentaire de 2007. Pour 2008, le budget étant établi sur la base de 37 dollars le baril du pétrole. Soit le prix moyen effectif nominal enregistré durant la décennie 1998-2007.

Tableau N°03 : évolution du prix de pétrole entre 1998 et 2007.

| Année | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | Prix Moy |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|
| Prix moyen | 12,72 | 17,97 | 28,50 | 24,44 | 25,02 | 28,83 | 38,27 | 54,52 | 65,14 | 72,39 | 36,78 |

Source : www.bp.com

Entre 1998 et 2007, les prix ont passé de 12.72 \$ à 72.39 \$ le baril soit une augmentation de 560 %. Cette envolée des prix s'explique par la demande croissante de l'énergie de la Chine Avec un prix de référence de 37 dollar le baril, l'Algérie reste l'un des pays les plus prudents en matière de politique de prévision, avec un caractère rigide puisque le prix ne change qu'au bout de 10 ans.

c- Les emplois du FRR :

À la faveur d'une embellie financière sans précédent, l'Algérie s'est lancée depuis 2001 dans des programmes de relance économique ambitieux, qui se sont matérialisés principalement par la mise en place de trois plans de relance économique successifs et pour lesquels des moyens financiers exceptionnels ont été mobilisés¹⁶², en effet depuis 2000 et à l'instar de tous les pays exportateurs de pétrole, l'Algérie a engrangé des recettes importantes de ses exportations de pétrole. Les objectifs recherchés étant de doter le pays d'infrastructures de base et d'améliorer les services publics et les conditions de vie de la population, dans une logique de politique budgétaire expansionniste. Les sommes ainsi récoltées par l'Algérie depuis 2000 ont été utilisées soit dans l'importation massive qui a atteint le chiffre records de 58.85 milliards \$ en

¹⁶² 130 milliards de \$ pour la période 2005-2009 et 286 milliards de \$ pour la période 2010-2014

Chapitre IV : L'Algérie doit elle se doter d'un fonds souverain ?

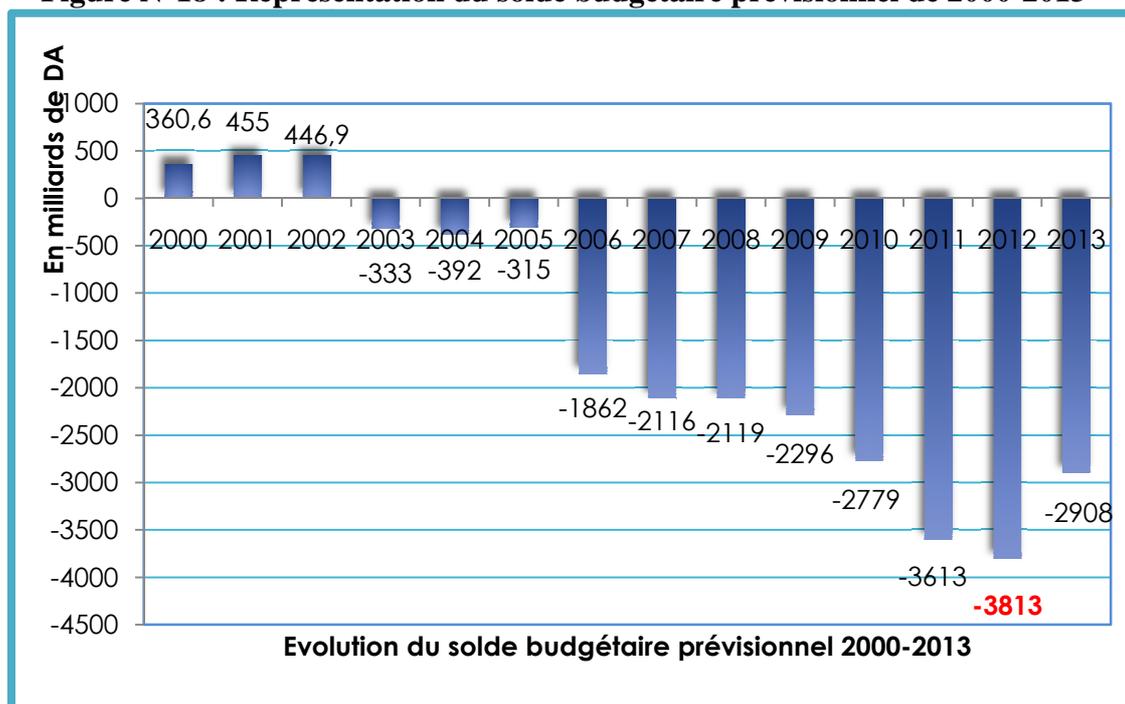
2013 (hausse de 8.89%) par rapport à 2012¹⁶³. soit dans le processus de désendettement, où la dette publique extérieure est passée de 28 milliards de \$ en 1999 à seulement 410 millions de \$ fin 2013.

C'est dans un souci de pérennité de sa politique budgétaire, que l'Algérie a mis en place cet instrument de stabilisation qui n'est autre que le FRR.

- **Le financement du déficit budgétaire :**

Ce fond a été utilisé jusqu'en 2006 dans une démarche visant le remboursement de la dette publique. Vu l'ampleur des plans de relances et face aux prévisions prudentielles du prix du baril lors de l'élaboration des budgets de l'Etat, a vite (au bout de six années de fonctionnement du FFR) amenée les pouvoirs public à utiliser les ressources du fonds pour le financement des déficits budgétaire du trésor public.¹⁶⁴

Figure N°18 : Représentation du solde budgétaire prévisionnel de 2000-2013



Réalisé par nous même, d'après les communiqués du ministère des finances.

Entre 2000 et 2002 nous remarquons que le trésor public a enregistré des excédants budgétaires suite au rebond signé par le prix des hydrocarbures ; A partir de 2003 il y a eu un retournement de situation, en effet les soldes budgétaires sont plutôt déficitaires avec une aggravation remarquable à partir de 2006. Ce dernier passe de 315 milliards de DA en 2005 à

¹⁶³ Ministère du commerce 2013

¹⁶⁴ Cette disposition (le financement du déficit du trésor) a été autorisée par l'article 25 de la loi de finances complémentaire de 2006.

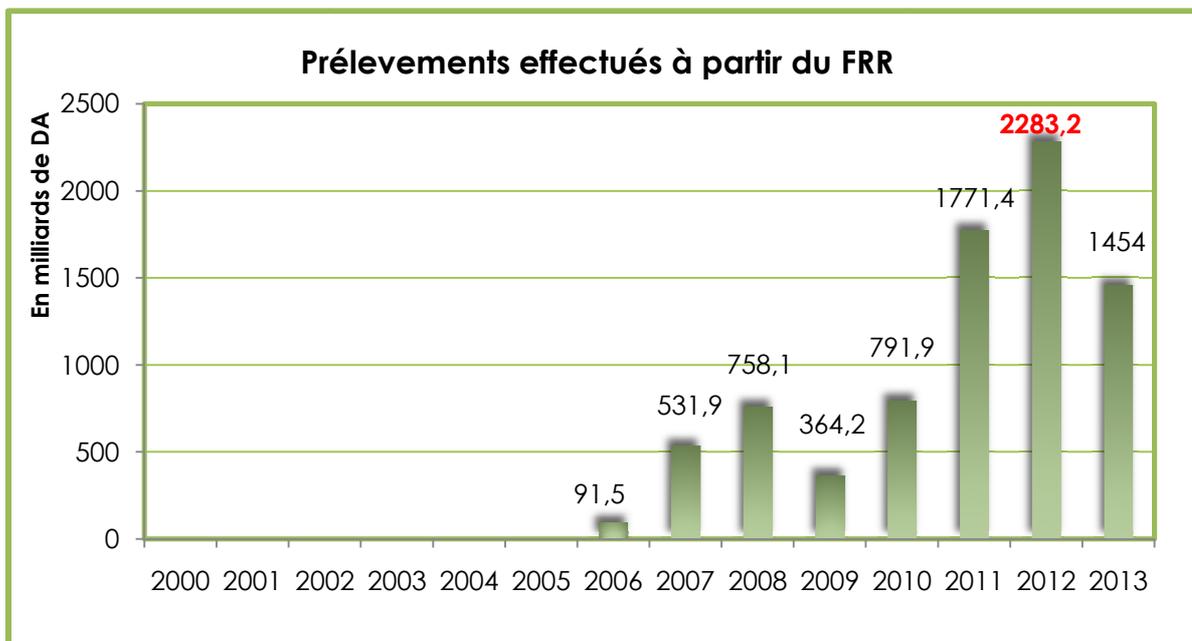
Chapitre IV : L'Algérie doit elle se doter d'un fonds souverain ?

2908 milliards de DA en 2013 avec un pic atteint en 2012 et qui se chiffrait à 3813 milliards de DA.

Le déficit du Trésor lors de ces dernières années et tout spécialement celui projeté pour 2012, s'est donc aggravé sous l'effet de la dépense de fonctionnement qui s'accroît de 317 milliards de DA, en raison, principalement, de la prise en charge de l'incidence financière induite par :

- La révision du régime indemnitaire pour couvrir le montant négocié avec le Ministère de l'Education Nationale au mois de novembre 2011 et qui a été évalué à 234 milliards de DA.
- Le relèvement du minimum de la pension de retraite à 15 000DA d'une part et la revalorisation exceptionnelle graduée (15 à 30%) des pensions et allocations de retraites comprises entre 15 000 et 40 000 DA d'autre part. L'impact financier de cette mesure s'élève à 63 milliards de DA.
- Le renforcement de la provision groupée pour dépenses éventuelles au titre de l'année 2012, d'un montant de 20 milliards de DA¹⁶⁵.

Figure N° 19 : Prélèvements effectuée depuis le FRR pour le financement des déficits budgétaire 2006-2013



Source : Réalisé par nous même, d'après les communiqués du ministère des finances.

¹⁶⁵ Projet de loi de finance 2012 sur le site du ministère des finances.

Chapitre IV : L'Algérie doit elle se doter d'un fonds souverain ?

Le FRR a été sollicité à financer le déficit du Trésor public à hauteur de 91,5 milliards de dinars en 2006, de 531,9 milliards de dinars en 2007, de 758,1 milliards de dinars en 2008, de 364,2 milliards de dinars en 2009, de 791,9 milliards de dinars en 2010 et de 1 761,4 milliards de dinars en 2011, selon le bilan consolidé du ministère des Finances.

Tableau N°04 : désignant les ressources du FRR et retracent leurs emplois de 2000 à 2014 :

| En millions de DA | Cumul 2000-2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | Prévisions 2014 |
|--|-----------------|-----------|-----------|--|-----------|-----------------|
| <i>Ressources</i> | | | | | | |
| Reliquat à fin n-1 | 4 280 072 | 4316 465 | 4 842 837 | 5 381 702 | 5 633 700 | 6 241 930 |
| Fiscalité pétrolière budgétisée | 10 605 660 | 1 501 700 | 1 529 400 | 1 519 000 | 1 615 900 | – |
| Fiscalité pétrolière recouvrée | 19 876 197 | 2820 010 | 3 829 720 | 3 166 000(*) ¹⁶⁶ 4 054 092 | 3 678 130 | – |
| Plus-value sur fiscalité pétrolière | 9 270 537 | 1 318 310 | 2 300 320 | 1 647 100 | 2 062 230 | 2 023 800 |
| Disponibilités avant prélèvements | 9 270 537 | 5 634 775 | 7 143 157 | 7 028 802 | 7 695 930 | – |
| <i>Emplois</i> | | | | | | |
| Principal de la dette publique prélevé | 2 600 172 | 0 | 0 | 0 | 0 | – |
| Remboursement avances Banque d'Algérie | 607 956 | 0 | 0 | 0 | 0 | – |
| Financement du déficit du Trésor | 1 745 944 | 791 939 | 1 761 455 | 2 283 200 | 1 454 000 | – |

¹⁶⁶ Fin Septembre 2012

Chapitre IV : L'Algérie doit elle se doter d'un fonds souverain ?

| | | | | | | |
|----------------------------|----------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------------------------|
| Reliquat après prélèvement | 4316 465 | 4842837 | 5 381 702 | 5 633 700 | 6 241 930 | 7 226 400(*) ¹⁶⁷ |
|----------------------------|----------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------------------------|

Source : Réalisé par nous même, d'après les communiqués du ministère des finances.

d- Débat autour de la gestion du FRR :

L'utilisation des excédents du FRR permettent certes un soutien à la croissance algérienne et ce en favorisant une politique budgétaire expansionniste. Cependant une série déjà longue de commentaires désobligeants a été émise à l'égard du FRR par différents acteurs et spécialistes dans le domaine de l'économie.

- Pour le FCE¹⁶⁸, « *le fonctionnement du FRR a été détourné de sa vocation initiale en créant une situation qui encourage la dépense facile et le gaspillage des ressources rares* ». Une autre critique a été émise par le même comité concernant le prix de référence, car il estime qu'il y a une déconnexion croissante entre le prix de référence fiscal et les prix du marché. Si au départ l'écart était très réduit, il est au cours des dernières années passé de un à trois.
- L'utilisation du FRR dans le cadre du budget général de l'État s'écarte de sa vocation d'amortisseur en cas de crise et de lissage des revenus dans le temps. Les principes qui régissent l'utilisation de ce fonds (compensation des moins-values fiscales pétrolières, réduction de la dette publique et financement du déficit du Trésor) s'éloignent d'une démarche de gestion dans une perspective intergénérationnelle.¹⁶⁹

3- Le Fonds National d'Investissement (FNI) :

Moins connu que les deux fonds précédemment cités (à savoir celui des Réserves de Change et le FRR) le Fonds National d'Investissement est issu de la restructuration de la Banque Algérienne de Développement à l'effet de promouvoir de nouveaux instruments indispensables à l'intervention de l'Etat dans le financement du développement. Cette action entre dans le cadre du parachèvement du processus de réforme du secteur financier et bancaire engagé par l'Etat. La loi de finances complémentaire de 2009 a consacré cette restructuration en modifiant l'appellation BAD en FNI tout en maintenant provisoirement les statuts de 1963 de la BAD et en dotant la nouvelle institution d'un capital de 150 milliards de DA. Un nouveau

¹⁶⁷ Soit un montant de plus de 95 milliards US sur une base de taux de change de 79,38 DA /USD

¹⁶⁸ Forum des Chefs d'Entreprises.

¹⁶⁹ Selon les travaux d'Amine BELAICHA, Abdeldjellil BOUZIDI et Daniel LABARONE. « Un fonds d'investissement d'Etat pour l'Algérie : Approche institutionnelle et confrontation au modèle traditionnel des fonds souverains ».

Chapitre IV : L'Algérie doit elle se doter d'un fonds souverain ?

Conseil de Direction et un comité stratégique d'orientation ont été installés. La loi de finances Complémentaire de 2011 dans son article 37 a modifié l'appellation FNI-BAD en FNI. Le rôle principal du FNI en sa mission d'organisme financier soutenant la concrétisation de la politique de développement, devra accorder des fonds d'investissement stables. Ainsi, le FNI agit d'une part en tant qu'instrument financier de l'Etat chargé :

- De gérer les financements du Trésor destinés au secteur productif;
- D'administrer les concours définitifs octroyés par l'Etat pour financer des opérations d'équipement public.

D'autre part, comme institution, chargée du financement sur ses propres ressources de la création et du développement des entreprises des secteurs privés et publics en priorisant les aspects rentabilité et gestion du risque sans occulter l'intérêt général en relation avec la politique du Gouvernement. « *Cette société d'investissement prendra des participations dans des entreprises publiques existantes et participera à des montages financiers de projets pour œuvrer au développement de l'économie nationale* », a expliqué Karim DJOUDI ministre des finances.

Le FNI se propose de mobiliser les atouts dont il dispose déjà à savoir, une parfaite connaissance de la sphère économique, des ressources qu'il peut acquérir d'une implantation régionale non négligeable et de ressources humaines disponibles et résolu à améliorer la qualité de service de l'institution. Il doit, par ailleurs, tirer le meilleur profit des techniques financières récentes et de l'évolution des technologies. Bien que l'utilisation de l'outil informatique ait déjà fait l'objet d'un élargissement appréciable, notamment par l'utilisation d'Internet, l'adoption progressive des Technologies de l'Information et Communication permettra de réaliser une ouverture plus conséquente sur l'environnement et offrira une meilleure proximité avec l'ensemble des partenaires.

Le bilan de ce nouveau fonds n'est pas à l'ordre du jour, étant donné que sa création est encore relativement récente.

II- Etude de la création d'un Fonds souverain en Algérie :

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 sociétés de droit privé comme CIC en Chine, Temasek et GIC à Singapour D'autres sont des entités de

Chapitre IV : L'Algérie doit elle se doter d'un fonds souverain ?

droit public comme KIC en Corée du Sud, KIA au Koweït, QIA au Qatar ou ADIA à Abu Dhabi. Ce qui n'est pas le cas pour le FRR algérien qui est annexé dans sa gestion à la banque centrale du pays, où nous avons vu dans le titre précédant que le mandat confié à celui-ci n'est pas rempli de manière satisfaisante et où les objectifs définis lors de sa création ne sont pas atteints, pire ils ont été détourné du rôle que doit remplir un fonds de stabilisation d'Etat.

Concernant les réserves de changes nous avons remarqués au prés des communiqués du ministère des finances qu'il y avait un tarissement de ses réserves depuis fin 2012. En effet une première alerte avait déjà été enregistré en cette date avec des réserves un peu au-dessus de 190 milliards de \$. Même le FMI s'est trompé en prévoyant 205 milliards de \$ de réserve de change pour la même année. Ces réserves sont aussi marquées par une politique de gestion qui manque de volonté de diversification dictée par la doctrine des autorités algériennes.

Aussi, dans un contexte de raréfaction des investissements directs vers notre pays (manque en IDE si ce n'est dans le secteur des hydrocarbures), de faiblesse du secteur privé industriel local (Echec des politique de redynamisation de l'industrie locale) et de nécessité de réaliser des investissements structurant et de gérer efficacement les réserves de change, nous avons décidé de proposer la mise en place d'un Fonds Souverain d'Investissements, à l'instar de certains pays émergents qui ont fait bonne impression depuis la création de leurs fonds tels que Singapour, la Malaisie, la Corée du Sud. Et que sera indépendant de ce qu'à déjà été entrepris par l'Etat algérien jusqu'ici.

Aujourd'hui pour remédier à ces obstacles, la suggestion de la création d'un fond souverain d'investissement serait judicieuse, nous prendrons comme objet d'étude le cas de deux fonds d'envergures à savoir la Norvège et le Qatar, qui ses derniers ont mis en place leurs fonds dans le même but de protéger leurs économies des lacunes que pourraient causer l'exploitation des hydrocarbures.

Nous allons tenter de retracer dans un premier temps les actions entreprises par le fond Norvégien, pour observer les avantages financier tirés de ces placements à l'étranger. Et du fonds Qatari pour étudier les avantages extra financiers qu'il tire lui de ses placements à l'étranger. Ce dernier ayant la même structure économique que l'Algérie (de part ses exportation de Gaz principalement) nous donnera un meilleurs aperçu pour une éventuelle création d'un fonds souverains.

Chapitre IV : L'Algérie doit elle se doter d'un fonds souverain ?

Dans un second temps, nous essayerons de donner un schéma théorique d'un fonds souverains (en présentant son Origine ses Ressources, le mode de sa Gestion ainsi que la Composition du portefeuille qui va devoir gérer) et d'exposer les éventuels externalités et avantages financiers et extra financiers que nous pouvons tirer de la création d'un fond souverain d'investissement, et qui sera susceptibles de redynamiser l'économie algérienne.

1- L'expérience du fonds souverains norvégienne :

L'économie de la Norvège se porte bien, et son fonds souverain aussi. Et ce en ayant sous sa gestion une cagnotte de 644,343 milliards US et investissant dans plus de 8200 entreprises réparties dans 82 pays et 44 devises à gérer.

Etabli en 1990 comme "Fonds Pétrole", il s'occupe de placer les excédents de réserves de change et revenus de gaz et pétrole, ce-dernier représentant plus de 20% du PIB norvégien et 47% de ses exportations, faisant de la Norvège le deuxième plus grand exportateur de pétrole du monde, derrière la Russie. Géré par le ministère des finances de Norvège, à travers la branche d'investissement de la banque centrale norvégienne. Avec la meilleure note de transparence (10/10 sur l'indice Linaburg-Maduell), le fonds ne se limite désormais qu'aux stratégies longues terme et commence à faire des investissements plus risqués, en investissant par exemple dans des hedge funds et dans les marchés émergents.

a- Stratégie d'investissement du fonds :

Le fonds norvégien suit un mode de gestion classique, qui vise à investir dans un nombre d'actifs financiers définis et à comparer sa performance à un portefeuille de référence.

IL vise à tirer le meilleur parti de ses deux caractéristiques, son approche à long terme et sa taille considérable, à générer des rendements et de préserver la richesse pour les générations futures.

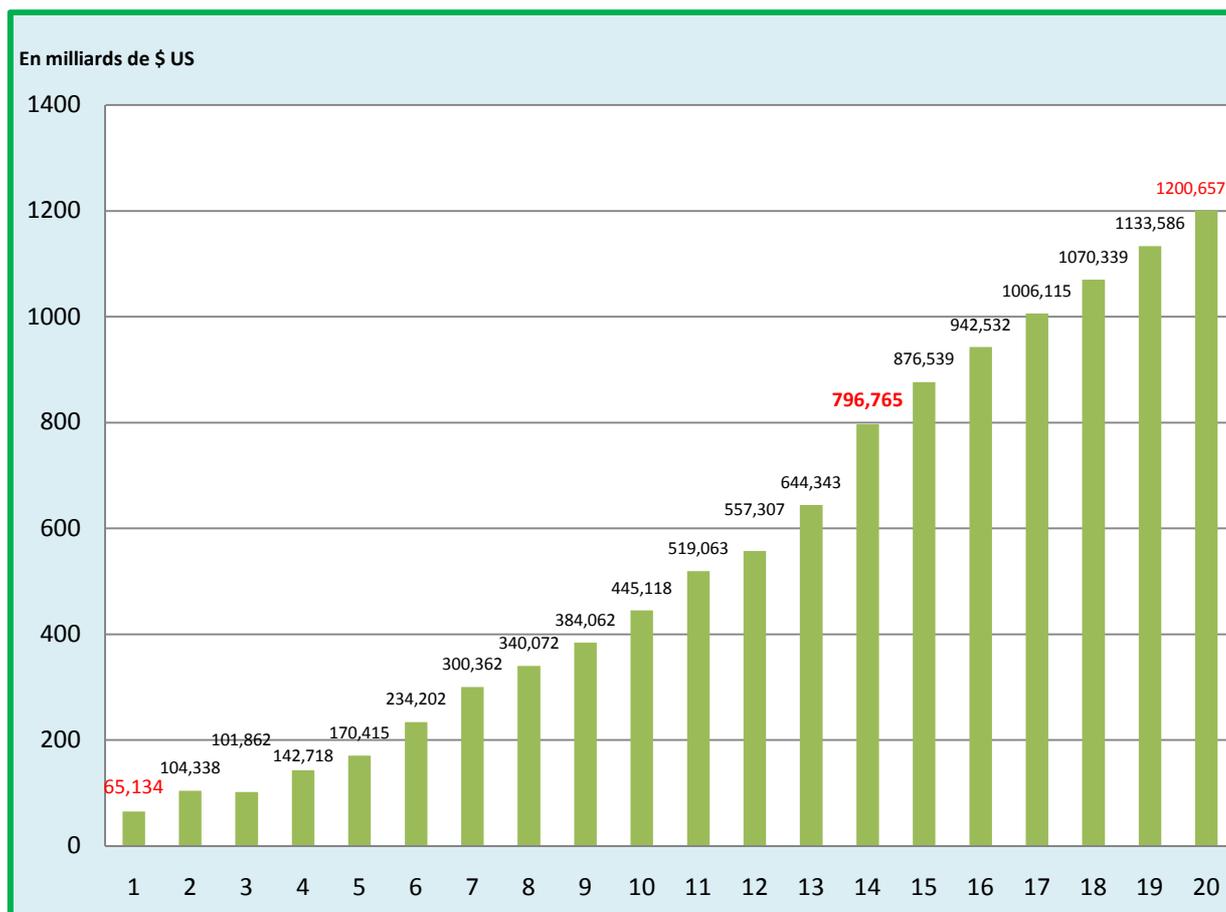
Il n'a pas de passif à court terme et n'est pas soumis à des règles qui pourraient nécessiter des ajustements coûteux à des moments inopportuns. Le fonds peut résister à des périodes de grande volatilité sur les marchés financiers et est en mesure d'exploiter les opportunités qui se présentent lorsque les autres investisseurs sont obligés de prendre des décisions à court terme.

Chapitre IV : L'Algérie doit elle se doter d'un fonds souverain ?

b- Les encours et les prévisions du fonds norvégiens :

Fin 2014, ses encours auront atteint la barre des 800 milliards de dollars. Un niveau vertigineux qui devrait conforter sa première place dans le classement des fonds souverains dans le monde. Ce mastodonte, alimenté depuis 1996 par la manne pétrolière du pays - l'équivalent de plus de 500 milliards de dollars ont été versés par le gouvernement -.

Figure N°20 : Les encours et les prévisions du fonds norvégiens de 2001 à 2020



Source : Elaboré depuis les communiqués Norges Bank Investment management.

c- Allocation d'actif par secteur du fonds norvégiens :

Le fonds détient 60 pour cent de ses actifs en actions. Ses valeurs en actions préférées sont des valeurs plutôt rassurantes à l'image de Nestlé sa principale ligne où il détient pour 4.7 milliards d'euro, Royal Deutch Schell 3.5 milliards d'euro, Novartis 3.1 milliards d'euro HSBC Holdings et Vodafone pour 3 milliards il détient aussi des parts dans Roch, Appel ou encore BP.

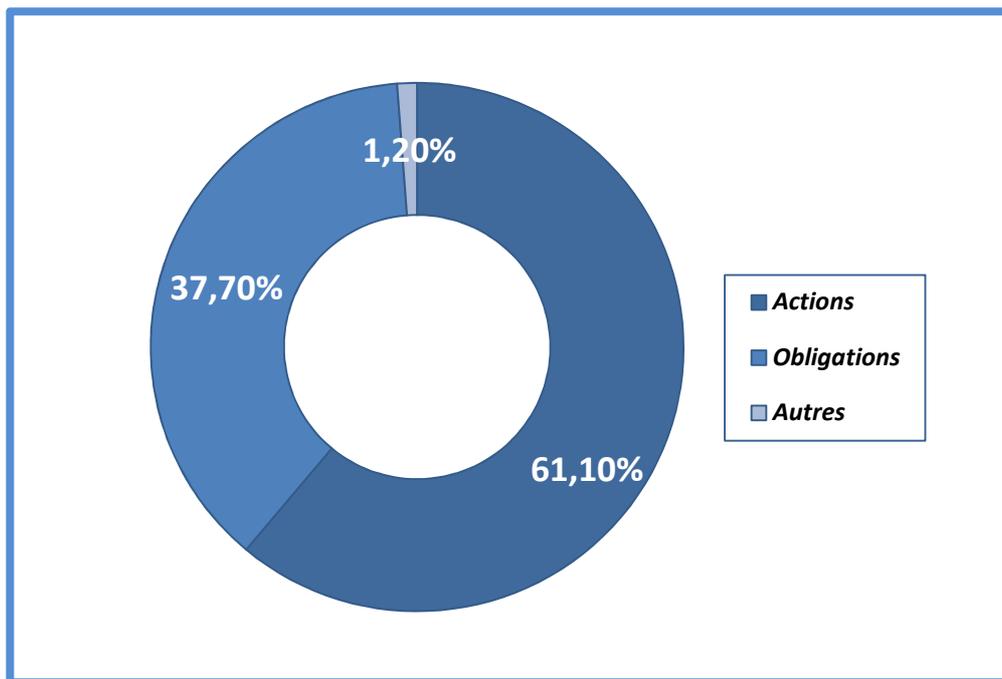
En obligations il a 37 % de placements. Où il augmente pour l'année 2014 ses placements dans dette étrangère à l'image de celle des USA, du Japon et de l'Allemagne qui

Chapitre IV : L'Algérie doit elle se doter d'un fonds souverain ?

sont coté AAA. Dans la même année il a réduit son exposition a la dette française de 28 % après que celle-ci ait perdu son AAA. C'est dire que ce fonds privilégie la sécurité au rendement.

Concernant l'Immobilier où ce fonds lui a consacré plus de 1% de ses avoirs, sa principale exposition est faite dans des pays a forte stabilité économique et politique a savoir principalement la grande Bretagne suivie de la France avec 28%.

Figure N° 21: Allocation en actif du fonds norvégien



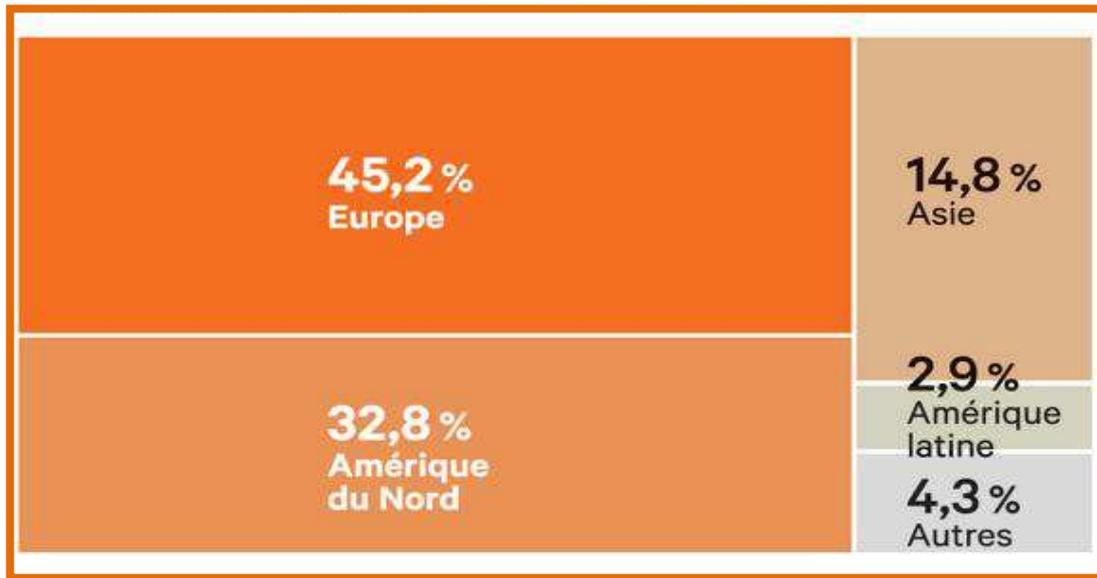
Source : D'après le Fonds de Norvège.

d- Allocation selon les zones géographiques :

Ce fonds a toujours eu une bonne répartition géographique, même s'il réduit son exposition a l'Europe.

Cette dernière regroupe quand même plus de 45% de ses avoirs, les Etas unis représente quant a elle plus de 1/3 de ses actions , tout doucement ce fonds augmente ses placements dans les pays émergents (les BRIC) et ce compte tenu du niveau de croissance élevé affiché par ces dernier, l'Asie qui regroupe près 14% de ses avoir (7% au Japon, la chine 2.5%, le Taiwan 1.4% etc.), l'Amérique latine a bénéficié de 2.9 % , le brésil a lui seul en a eu pour 1.2 %).

Figure N°22: Répartition géographique des investissements au 31 décembre 2013, en %.

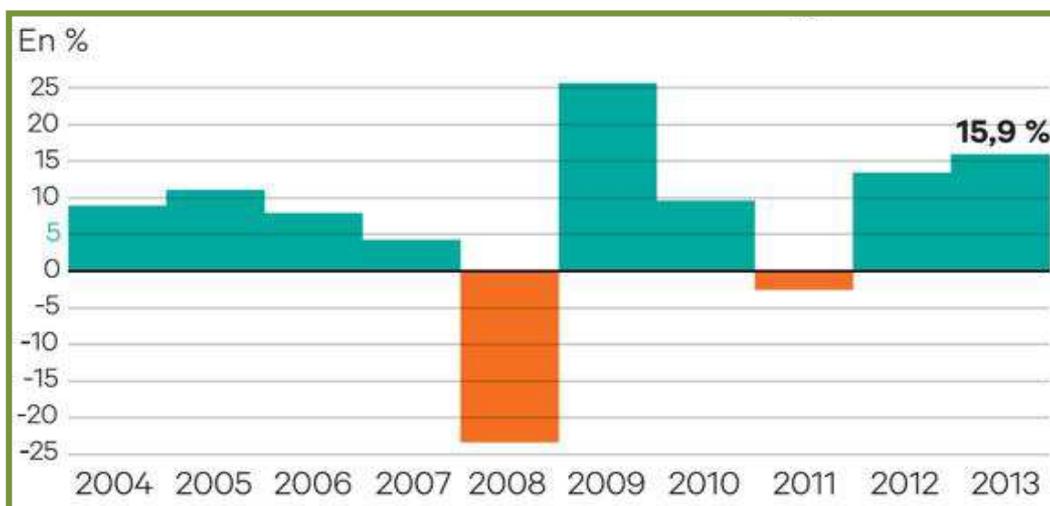


Source: Norges Bank Investment management.

e- Les performances du fonds norvégien :

Le bilan pour l'année 2013 : sachant que ce fonds est l'un des plus grand au monde, avec celui du Qatar, mais avec une transparence irréprochable, qui n'a pas d'investissement stratégique mais uniquement un souci de rentabilité. En 2013 il a réalisé sa deuxième meilleure performance depuis sa création car il a gagné 16% dont 26% en bourse avec énormément de gains aux USA, en Europe et au Japon. Pour la même année le fonds a réalisé quelques déconvenues dans des entreprises de production des minerais.

Figure N° 23: Performances du fonds norvégien



Source : Norges Bank Investment management

Chapitre IV : L'Algérie doit elle se doter d'un fonds souverain ?

Perspectives du fonds pour l'année 2014 : pour l'année 2014 le fonds est très confiant. Il commence son année avec une exposition plus accrue aux actions une premières dans son histoire avec une exposition a 61.10 % contre une moyenne de 58% dans les années précédentes.

f- Les enseignements que nous pouvons tirer du fonds souverains norvégien :

1- Sur le plan interne : La règle budgétaire de 4%.

Le fonds est intégré dans le budget de l'État. Un principe fondamental de la politique budgétaire norvégienne est la règle dite budgétaire, à savoir que, au cours d'un cycle économique, le gouvernement peut dépenser que le rendement réel attendu sur le fonds, estimé à 4 % par an. La valeur du fonds peut donc être utilisée dans le budget national. 117,3 milliards de couronnes soit plus de 19 milliards de \$ ont été transféré au budget national en 2013.¹⁷⁰ Cela permet des recettes pétrolières périodique est stable dans l'économie, et de limiter les dépenses uniquement au rendement du fonds, plutôt que de puiser dans son capital. Signifiant que le fonds bénéficiera également les générations futures. Cela à permis de multiplier les avoir du fonds par douze en moins de 15 ans.

Le fonds est responsable devant le ministère des finances et le parlement il fournit en temps opportun des rapports réguliers sur ses opérations d'investissements et soumis à des audits externes.¹⁷¹

2- Sur le plan externe :

Le fonds souverains norvégien a tendance à diversifier ses placements boursiers tout en restant très attentif aux évolution de la conjuncture économique mondiale, en effet en 2013 il a réduit son exposition au valeurs énergétique et aux secteurs parapétrolier dans un objectifs de dé-corrélation entre ses actifs détenus et son secteur phare qui l'origine de l'alimentation de ses réserves à savoir le secteur pétrolier.

Il a une aversion au risque puisqu'il se détourne des valeurs qui pourraient causer de susceptibles pertes à ces placements. Exemple en est sont détournement de la dette française. Même s'il affiche une préférence aux actions, elles restent néanmoins dans des sociétés fiables et à fort potentiel de croissance.

¹⁷⁰ Norges Bank Investment management

¹⁷¹ Revue d'économie financière, « le fonds souverains norvégien » Mehmet CANER & Thomas GRENNES. Année 2009, volume 09.p 125.

2- L'expérience du fonds souverains Qatari :

a- Présentation du fonds du Qatar: La QIA a été fondée par l'État du Qatar en 2005 pour renforcer l'économie du pays en se diversifiant dans de nouvelles classes d'actifs. S'appuyant sur l'héritage des investissements Qatar datant de plus de trois décennies, son portefeuille croissant des investissements stratégiques à long terme aide à compléter énorme richesse de l'état des ressources naturelles. Ce fonds est doté de plus de 100 Milliards de

L'objectif du Qatar à travers ce fonds est de devenir un centre international majeur pour la finance et de la gestion d'investissement. la QIA est conforme aux disciplines financières et commerciales les plus strictes. Il a une solide réputation d'investir dans différentes classes d'actifs, y compris les titres cotés, la propriété des actifs alternatifs et le private equity dans tous les principaux marchés de capitaux ainsi que les marchés émergents les plus récents (BRICS).

b- Stratégie du fonds :

Pour diversifier son économie, le Qatar prend des mesures à l'intérieur et à l'extérieur de son territoire.

- *A l'intérieur du territoire* : des mesures ont été mises en place pour stimuler l'économie hors hydrocarbures. Ces mesures comprennent le développement de petites et moyennes entreprises (PME) ; activités promotionnelles telles que les Jeux asiatiques (Qatar a accueilli les jeux en 2006) ; la création de la Qatar Financial Centre ; la propriété et le développement du projet par Qatari Diar Real Estate Investment Company ; création de marques internationales telles que Qatar Airways ; investissements dans les industries à forte intensité énergétique et des installations de recherche et développement et la création d' établissements d'enseignement de classe mondiale.

- *A l'extérieur du territoire* : la QIA est chargé d'investir les fonds dans des classes d'actifs telles que les actions et les titres à revenu fixe et de private equity , ainsi que par des investissements directs. Ces investissements viendront compléter énorme richesse de l'état des ressources naturelles. Le QIA est conforme aux strictes disciplines commerciales et financières en ligne avec les normes à attendre d'un investisseur de classe mondiale.

c- Sa gestion :

80% du fonds sont investi en Europe. Qatar Holding, la filiale d'investissement du fonds souverain, a ainsi pour assurer sa pérennité engagé des spécialistes mondialement reconnues à l'image de Ugo Arzani, une figure de Bank of America Merrill Lynch à Londres, pour diriger ses investissements dans les secteurs des produits de consommation et de la distribution. Jason Chew, précédemment responsable des opérations chinoises chez Pramerica Real Estate Investors, a quant à lui été recruté pour sa connaissance du marché de l'immobilier en Asie. Michael Cho, un vétéran de Merrill Lynch à Hong Kong qui est un spécialiste des fusions et acquisitions. En juillet, Stefan Frank, un ancien de Deutsche Bank à Francfort, avait été nommé responsable de la stratégie de QIA¹⁷². C'est dire de la volonté du fonds de tirer le meilleur parti de l'expérience de ces spécialistes de la finance internationale

d- Les investissements directs étrangers au Qatar :

Les IDE ont joué un rôle capital dans l'économie qatarienne en permettant la mise en valeur des ressources gazières du pays et l'accompagnent de l'Emirat dans sa politique de diversification. En 2012, les flux d'IDE sont légèrement repartis à la hausse, après une forte baisse en 2011 liée à l'achèvement de projets de liquéfaction de GNL. Ils devraient continuer à progresser avec les méga-projets d'infrastructures prévus dans les dix ans à venir.

Au cours de la dernière décennie, le Qatar a reçu des flux importants d'IDE (2,9 Mds en moyenne par an sur la décennie soit de 2000 jusqu'à 2010) , avec un pic en 2009. Il en résulte que le stock d'IDE au Qatar est passé de 2,2 Mds USD (12,6% du PIB) en 2001 à 30,8 Mds USD en 2010.

Les IDE sont principalement réalisés dans le cadre de Co-entreprises avec les entités publiques ou semi-publiques qatariennes. Selon les dernières statistiques nationales disponibles, les Etats-Unis tenaient en 2009, la tête du classement des investisseurs étrangers avec 26,4% du stock d'IDE, suivis par les Pays-Bas (26,1%), le Royaume-Uni (11,3%) et les Emirats Arabes Unis (7,8%).

• *Domaines d'investissement :*

Le secteur des hydrocarbures représente la majeure partie des investissements, Ainsi, le groupe Total, qui a une dizaine de filiales dans le pays, est vraisemblablement au 3^{ème} rang

¹⁷² <http://www.agefi.fr/articles/le-fonds-souverain-du-qatar-s-etoffe-pour-diversifier-ses-avoirs-1285065.html>

Chapitre IV : L'Algérie doit elle se doter d'un fonds souverain ?

des investisseurs étrangers après Exxon Mobil et Shell. Les entreprises Technip, GDF-Suez et Air Liquide ont également participé activement au développement des hydrocarbures au Qatar (Air Liquide y a sa plus grande filiale dans la région MENA). En raison d'une part des grands projets d'infrastructures et d'autre part des efforts de diversification économique du Qatar, multiplie ces investissements dans le BTP (Bouygues et Vinci) et l'environnement (Suez-Environnement et Veolia), mais également les équipements sécuritaires et l'avionique (Thalès, EADS), les équipements de distribution électrique (Nexans, Alstom Grid, Schneider Electric), les télécommunications, les services informatiques et les technologies de l'information (Alcatel-Lucent, Atos, Orange Business System), l'ingénierie (Egis, Eiffage) et les services financiers (BNP Paribas, Axa). Le nombre de franchises françaises progresse également avec de nouvelles enseignes dans la distribution (Monoprix), l'ameublement (Habitat, Gautier) ou encore l'alimentation.¹⁷³

- ***L'environnement réglementaire global***

L'environnement des affaires du Qatar est favorable à l'investissement étranger avec un régime fiscal très attractif. Ainsi, le Qatar se classe 48ème dans le classement «Ease of doing business»¹⁷⁴. Et ce en constituant en outre des zones Franches, qui ont pour but l'attraction des IDE.

La première zone franche a été créée en 2006, près de l'aéroport international de Doha, pour abriter les industries légères, les services financiers et juridiques, commerciaux et techniques de conseil. Le développement de cette zone est toujours en cours.

Une seconde zone pour la zone industrielle de Doha répondra aux entreprises de fabrication et de transport.

La troisième zone, près de Mesaieed Industrial City, abritera pétrochimique et autres entreprises en aval liées dans le secteur de l'énergie.

Dans le cadre de sa politique de diversification, le Qatar encourage les investissements dans les secteurs de la recherche et des technologies de pointe, notamment au sein du parc technologique QSTP.

e- Ses investissements à l'étranger :

Le fonds du Qatar, dont l'essentiel des ressources provient de la manne gazière de l'émirat, a investi ces dernières années dans de grands groupes européens allant de Porsche à Barclays en

¹⁷³ Selon l'étude faite par la direction générale du trésor public français sur les IDE au Qatar.

¹⁷⁴ Selon la Banque Mondiale.

passant par Credit Suisse. Il détient aussi des participations minoritaires dans la compagnie pétrolière Royal Dutch Shell et le géant des matières premières Glencore. En France, QIA est le premier actionnaire de Lagardère avec près de 13% du capital selon les données de Thomson Reuters et il a des parts dans des groupes du CAC 40 comme Total (environ 3%), Vinci (5,2%) ou Veolia Environnement (4,7%).¹⁷⁵

3- Un Fonds d'investissement d'Etat algérien pour fructifier l'épargne et la transformer en investissement productifs :

a- A quoi pourra répondre un fonds souverains :

Le prototype du fonds que nous voulons proposer doit répondre, en partie, et a long terme à la totalité des difficultés majeures dont souffre l'économie algérienne.

L'Algérie se voit handicapée par des obstacles tantôt au plan national qu'à l'international, Premièrement une absence d'une politique industrielle, deuxièmement une hémorragie au niveau de ressources humaines, enfin et surtout le retard affiché en terme de culture de l'entreprise et des mécanismes de gestion moderne qu'ils soient administratif, financier ou économique. Face à ces problèmes majeurs nous pouvons dire que l'Algérie ne pourrait se lancer dans un programme de développement réel et durable autonome ; le partenariat avec les pays les plus avancés reste une condition pour l'accomplissement de son objectif de développement. C'est pourquoi nous proposons la création d'un fonds souverains qui aura pour rôle d'une part de fructifier nos avoirs à l'étranger et d'autre de faire figure de passerelle pour le transfère des technologies et du savoir faire qui jouera un rôle de levier pour le secteur stratégique du pays.

b- Modèle de gouvernance du fonds : le *Fonds* doit être tout d'abord créé par les autorités algériennes et subordonner sa gestion à la banque d'Algérie. Et ainsi le séparer du gouvernement en le considérant comme un organe indépendant. Ce *Fonds* devra être doté de la personnalité juridique et dirigé par un conseil d'administration et un directeur général qui prendra les décisions d'investissements et représentera le fonds à l'égard des tiers que constitue le conseil d'administration qui lui doit contenir des membres du gouvernement ainsi qu'une commission dégagée par le parlement pour contrôler et surveiller les agissements du fonds. Il sera aussi assisté d'un comité d'audit.

¹⁷⁵ Idem

Chapitre IV : L'Algérie doit elle se doter d'un fonds souverain ?

Le fonds doit bénéficier donc d'une indépendance opérationnelle et financière par rapport au gouvernement. Le fonds ne devrait pas répondre aux exigences de dépenses gouvernementales.

c- Origine des Ressource: Les ressources de la dotation initiale du fonds se feront en partie par un prélèvement dans le FRR et dans les réserves de changes, celles-ci comme nous le savons découlent bien évidemment des ventes du pétrole et du gaz.

L'injection de nouvelles dotations si nécessaires, se feront uniquement si le gouvernement enregistre un excédent dans ses exigences budgétaires et des autres engagements de financement. Chose qui sera possible dans les années avenir puisque les prix des hydrocarbures sont appelés à augmenter.

d- Gestion du fond : La gestion du fonds se fera par le biais de ressources humaine nationales qualifiées en collaboration avec des gestionnaire extérieurs qui seront recruté pour leur connaissance du monde des affaires internationales (afin de combler une éventuelle lacune du manque d'expérience de l'Algérie dans ce domaine).

e- Technique de gestion du fonds : Nous proposons une gestion indicielle du fond qui consiste à obtenir une performance la plus proche possible de celle d'un indice correspondant à l'objectif de gestion. Par exemple, une gestion indicielle en actions américaines sera d'obtenir une performance la plus proche possible de celle enregistrée par l'indice S&P 500 ou le Dow Jones.

Pour que le fonds puisse assurer sa pérennité ainsi que sa croissance, il doit garantir une meilleure diversification de son portefeuille. Dans une logique de gestion de risque, le Fond, doit effectuer une allocation d'actifs lui assurant la plus forte dé-corrélation entre ces actifs choisis et le secteur énergétique du pays pour s'exposer à un faible degré de risque

f- Objectifs du fonds d'investissement et les avantages attendus de sa création :

il devra investir, que ça soit directement ou indirectement dans une large variété de classes d'actifs sous gestion et d'entreprises privées ou publiques (à savoir des actions de marchés développés, des actions de marchés émergents ayant un fort potentiel de croissance, dans de la dette souveraines de pays ou celle des entreprises, dans l'immobilier, dans les Private Equity et

Chapitre IV : L'Algérie doit elle se doter d'un fonds souverain ?

d'infrastructure.etc) tout cela doit se faire sans perdre de vue les références indiciaires sûres, en allant de l'indice S&P500¹⁷⁶ à l'indice MSCI¹⁷⁷ ou encore celui du CAC40¹⁷⁸

- *Les objectifs qui lui seront assignés seront les suivants :*

- Les investissements qui seront effectués par le fonds devront avoir comme objectif initial la fructification de ses avoirs e, en investissant sur le long terme en s'assurant qu'ils puissent être récupérés à tous moment dans un but de changement d'allocation et d'un réinvestissement dans d'autre participations si par moment le contexte changerait. En d'autres termes veiller à ce que le caractère liquide des placements soit assurable.
- Le fonds tout en respectant les normes internationale de transparence et d'éthique de fonctionnement, pourra passer d'un investisseur passif dans un premier temps en un investisseur actif avec des prises de participation dans des firmes, acquérant ainsi un droit de contrôle et même siéger dans les organes de direction et de ce fait intervenir dans la gestion des sociétés dans lesquelles il investi.
- Il aura pour mission, la contribution au développement du marché des IDE en Algérie, et cela en participant à la création de co-entreprises avec des capitaux mixte, dans les secteurs stratégiques, dans une logique de partenariat et/ou de fusion avec des entreprises performantes.

1- Les avantages financiers de la création d'un fonds souverains : l'aisance financière déjà réalisée par l'Algérie au cours des dernières années, grâce notamment à ses réserves de changes pourrait être soutenues par les profits que pourrait dégagé le Fonds.

Selon une étude réalisée par Mr Roger IBBOSTON¹⁷⁹ qui a étudié les performances annuelles de différentes classes d'actifs financiers américaines avance que le rendement annuel moyen des actions des grandes sociétés était de 12,4 %, celui des actions des petites sociétés était de 17,5 %, des obligations à long termes des sociétés privées étaient à 5,7 % et des bons du Trésor (ce que la banque d'Algérie détient) étaient de 3,8 %.

¹⁷⁶ Le S&P 500 (SPX) est un indice boursier basé sur 500 grandes sociétés cotées sur les bourses américaines. L'indice est possédé et géré par Standard & Poor's, l'une des trois principales sociétés de notation financière.

¹⁷⁷ Le MSCI mondial (MSCI World Index en anglais) est un indice boursier géré par MSCI mesurant la performance des marchés boursiers de pays économiquement développés

¹⁷⁸ Le CAC 40 (Cotation Assistée en Continu) est le principal indice boursier de la place de Paris.

¹⁷⁹ Professeur de finance a l'université de Yale USA

Chapitre IV : L'Algérie doit elle se doter d'un fonds souverain ?

Selon une autre étude menée par les Pr MEHRA et SIEGLE le rendement annuel en moyenne des actions du marché français est de l'ordre de 9,2 % et des actions du marché allemand était de 9,9 %

Le placement de 40% des réserves de changes sur le long terme avec un rendement annuel de 15% pourrait rapporter à l'Algérie sur une période de 20 ans 315 milliards de \$¹⁸⁰.

De plus, ce Fonds, par ses financements, fera émerger des acteurs nationaux compétitifs dans le secteur stratégique de la finance et des banques qui accuse un retard considérable par rapport au reste du monde.

2- Les avantages extra financiers de la création d'un fonds souverains :

- L'Algérie n'a plus la capacité de gérer un programme de développement autonome, de concevoir un pôle industriel autocentré, Les prises de participation dans des entreprises performantes et de pointe, financées par un fonds souverain garantiraient ce que ni l'investissement direct étranger, ni les passations de marchés internationaux n'assurent à l'Algérie. Cela se traduirait par un bénéfice de l'économie algérienne de la technologie et des savoirs et cultures d'entreprise les plus avancés.¹⁸¹

- Le gain de temps qu'offre une telle stratégie est évident, en effet jusqu'à présent les programmes de relances entrepris ont été très coûteux en temps et en argent pour des résultats souvent dérisoires. Autant bénéficier des longues expériences des firmes étrangères.

- De même que le pouvoir d'attraction de ces nouvelles co-entreprises à composante algérienne et étrangères sur les ressources humaines algérienne à l'intérieur comme à l'extérieur du pays, il devient alors possible de récupérer celles-ci à partir du moment où leur sont offerts un cadre et une culture d'entreprise propices à l'expression et à l'épanouissement de leurs compétences.

- Aussi le positionnement stratégique instrumentalisant ces fonds publics pour conquérir des positions dans le monde et être incontournable dans les négociations internationales.

¹⁸⁰ Selon une étude de Noredine LEGGHELIEL Analyste boursier à la banque suédoise Carnegie.

¹⁸¹ LES DÉFIS DE LA CRÉATION D'UN FONDS SOUVERAIN EN ALGÉRIE ABDERRAHMANE HADJ-NACER ancien gouverneur de la banque d'Algérie.

Conclusion :

La création d'un fonds d'investissement d'État en Algérie pourrait présenter de nombreux avantages pour l'économie algérienne. Et ce par la transformation de l'épargne étatique (réserves de change et/ou les réserves du FRR) en investissement productif, il sera d'un apport considérable au développement de l'économie nationale de part les retombés financière et extra financières.

Il sera un support pour l'investissement sur le long terme qui aiderait à la concrétisation d'une politique industrielle qui peine à décoller. Il participera, dans le respect d'une gestion indépendante, au respect des objectifs fixés par l'État. Il faciliterait le développement des pratiques managériales et des ressources humaines.

Le Fonds devrait être un élément de rupture avec ce qui à été entrepris. La rupture s'exprimerait sur trois dimensions clés dont l'économie algérienne a souffert dans le passé.

La première serait une réhabilitation du secteur industriel en le rendant plus concurrentiel sur le plan national et international. La seconde valoriserait nos ressources humaines en leur créant un environnement propice à leur épanouissement tant sur le plan de la formation que sur celui de l'expertise professionnelle, apportée par la longue expérience des pays partenaires.

La troisième reposerait sur la réforme du marché des IDE. Qui, avec l'instauration d'un fonds souverains faciliterait l'entrée des IDE dans le pays.

CONCLUSION GENERALE

Conclusion générale

Les fonds souverains sont des fonds d'investissement publics qui gèrent des actifs sur le long terme. Ce sont le fruit des évolutions structurelles de l'économie mondiale, notamment celles du déséquilibres économiques, mais aussi la hausse des prix des ressources énergétiques qui sont à l'origine des ressources de la plus part d'entre eux. Ils ont comme objectif commun, de pérenniser les ressources dont ils disposent, et ce, en investissant les excédents de leurs revenus dans différentes classes d'actifs financiers parfois même dans des actions risquées. Cette démarche s'inscrit d'une part dans une optique de diversification de leurs ressources et d'autre part dans un souci de transfert intergénérationnel de leur revenus actuels. Les Etats qui détiennent ces fonds ont à priori eu une prise de conscience du caractère épuisable des ressources énergétiques ainsi que de celui *momentané* des revenus tirés de leur exploitation. Ce qui explique, la montée en force de ces véhicules d'investissement cette dernière décennie afin de remédier à cet état de fait.

Les fonds souverains dépassent les 5000 milliards de \$ d'actifs sous gestion fin 2013, une cagnotte à ne pas ignorer dans l'échiquier financier international, même nous pouvons considérer que cette manne est relativement modeste eu égard des autres investisseurs traditionnellement connus. Cependant l'appréhension des pays récipiendaire de ces fonds et qui n'est pas très favorable à leur égard pourrait nuire à cette expansion fugueuse de ces quinze dernières années. Ce que reproche en effet les capitales occidentales à l'égard de ces investisseurs d'un genre relativement nouveau, est l'influence implicite que pourrait produire ces auteurs disposant de ressources assez conséquentes , et ce en l'absence d'éligibilité de passif, mais également le profit même des pays originaire de ces fonds. Ainsi que la crainte que leur motivations ne soient stratégiques ou encore politique.

Cela n'a pas empêché les plus grandes instances internationales à se saisissent du phénomène afin d'essayer d'y *remédier* en établissant ainsi une charte de bonne conduite qui regroupe ainsi vingt-quatre principes et pratiques généralement acceptés (PPGA ou GAPP) pour les fonds souverains appelés aussi « Principes de Santiago » ces principes ont comme objectifs d'assurer l'indépendance des fonds souverains quant au pouvoir politique de leur pays d'origine mais aussi pour réduire l'opacité et d'améliorer la transparence de ceux-ci.

Cet avivement du protectionnisme des pays hôtes à leur égard est une chose qui reste toutefois exagérée d'autant que les craintes suscitées par les fonds souverains et qui sont à l'origine du regain de protectionnisme ne sont pas avérées. En effet, au lendemain de la crise financière ils ont été les seules à apporter des liquidités pour refinancer les déboires de

certaines économies occidentales et ainsi investir dans des actifs et placements pour certains très risqués, et ce au moment où les autres investisseurs ont fui ces placements à la recherche d'une qualité immédiate de leurs rendements, ayant ainsi un comportement et un effet pervers pour la crise. Cette intrusion des fonds souverains dénote ici de leur caractère d'investisseurs stable et de long terme.

Cependant, les fonds souverains ont été imprudents dans leurs investissements pendant la crise, ces derniers ont été largement orientés vers le secteur fragile de l'époque, la finance. Faisant de gros apports de capitaux dans des banques pas toujours en très bonne santé. Ils ont ainsi subi d'énormes pertes, cause en est leur stratégie qui a concentré les risques sur leurs investissements. Cette tendance à heureusement était revue dès l'année 2009, la leçon semble avoir été bien comprise, en effet les fonds souverains ont procédé à un changement profond de stratégie, pour une diversification des portefeuilles vers d'autres secteurs et d'autres régions.

Le rôle des fonds souverains en tant qu'acteurs majeurs de la nouvelle finance internationale n'est plus à prouver. Et ce tout d'abord à travers le rôle stabilisateur qu'ils ont joué par le biais des injections de liquidités aux quelles ils ont procédé dans les différentes institutions bancaires et financières fragilisées par la crise financière. Le marché mondial retiendra leur participation directe pour tenter de consolider financièrement les établissements exposés.

L'expérience réussie de certains pays dans leur démarche de création de fonds souverains à l'image de la Norvège et du Qatar, nous montre l'amplitude des retombées qu'on peut engranger de ces derniers. Ça leur a permis un transfert d'une partie de la rente aux générations qui naîtront après la disparition des ressources naturelles, ainsi qu'une diversification des ressources de leurs PIB en développant de nouvelles activités, non liées aux matières premières dans bien des cas. Enfin ils ont pu constituer une source de revenus réguliers non assimilés aux hydrocarbures, dont les réserves sont limitées.

Pour ce qui est de l'Algérie, les autorités ont mis en place des instruments de gestion des surplus tirés de l'exploitation des hydrocarbures. Avec un fonds de réserves de change qui effectue des placements qui permettent la sécurité et la liquidité de ses avoirs et du FRR qui avait comme objectif de sécuriser les programmes de développement du pays à moyen terme, ainsi que de protéger l'économie nationale des chocs extérieurs. Ce dernier instrument est détourné de sa mission pour servir à combler les déficits successifs

qu'enregistre le trésor public. Vint enfin le Fonds National d'Investissement (FNI), jugé aujourd'hui comme un instrument d'investissement local sans véritable portée à l'international.

Cependant la création d'un fonds souverains destiné à l'investissement serait une opportunité à saisir dans un contexte marqué par l'accroissement du matelas financier du pays, investissant de ce fait d'une façon judicieuse, dans des firmes internationales dans le but d'accéder aux technologies et savoirs nécessaires à son développement. L'Algérie n'a plus les capacités de gérer un programme de développement autonome ou encore de concevoir un pôle industriel. Elle a implanté des segments, des bouts de politique industrielle, mais concrètement, elle ne s'en est pas assurée une dans le plein sens du terme. Des acquisitions dans des entreprises étrangères performantes et de pointe, vont lui permettre un accès non seulement direct mais rapide à la technologie, lui facilitant ainsi la tâche de redynamiser son secteur industriel. En créant des co-entreprises via ce fonds ça lui permettra d'attirer les ressources humaines algériennes compétentes à l'étranger, du moment où ils leur sont offerts un cadre et une culture d'entreprise propices à leur épanouissement. La décision de la création d'un fonds souverain de développement demeure parfaitement fondée et nécessaire, en considérant qu'en période d'instabilité monétaire aucun placement monétaire n'est sécurisé; l'Algérie n'aurait pas à utiliser toutes ses réserves mais uniquement une part qui, à terme, serait convertie en investissements productifs. Nous pouvons dire qu'une telle décision pourrait permettre à l'Algérie de s'incérer dans une économie mondiale en pleine réorganisation. Au demeurant, ce sujet qui n'a jamais été autant d'actualité mérite une profonde réflexion qui aboutirait sur des propositions concrètes s'inscrivant dans une démarche consensuelle.

BIBLIOGRAPHIE

Bibliographie :

I- Ouvrage :

- Caroline Bertin Delacour, Les fonds souverains, ces nouveaux acteurs financiers, Paris, Les Echos Editions, 2009.
- Gilles MORISSON, Les fonds souverains, problématique et enjeux, banque de France, 2008.
- Jean Michel ROCCHI et Michel RUIMY, Les fonds souverains, Paris. Economica, 2011.
- M. ROUACH, G. NAULLEAU., le contrôle de gestion bancaire et financière, 1998.

II- Revues :

- La Quotidienne Dr. Eberhardt Unger «économiste indépendant – La Quotidienne d'AGORA. 15 mars 2013.
- Le Monde Economie. « Les actifs des fonds souverains progressent fortement ». 11.10.2013.
- Revue de la régulation, Bertrand Blancheton et Yves Jégourel « Les fonds souverains : un nouveau mode de régulation du capitalisme financier? », numéro5.
- Revue d'économie financière, « le fonds souverains norvégien » Mehmet CANER & Thomas GRENNES. Année 2009, volume 09
- Journal of International Law & commerce, «Sovereign wealth funds regulation in the E.U and US», Seth Robert LINDBERG, 2009.

III- Rapports, Etudes, divers :

- Etude : création d'un fonds d'investissement d'état en Algérie : quels enjeux ? - BELAICHA Amine- BOUZIDI Abdeldjellil- LABARONNE Daniel. CAIRN. 2012/3 n°159,
- Etude EGE : Les fonds souverains - Conquête de la politique par la finance. École de la Guerre économique Groupe Eslsca, 2007.
- CNUCED « Rapport mondial sur les Investissements Directs Etranger », 2010.
- Étude Preqin 2013
- Fonds monétaire international – L'économie mondiale au service de tous : Rapport annuel. 2008.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND Sovereign Wealth Funds—A Work Agenda - February 29, 2008

- JOHANET Henri, DEMAROLLE Alain, «Rapport sur les fonds souverains», la documentation française, mai 2008.
- Mémoire, Pierre Christian ATANGANA, «l'Emergence des fonds souverains et leur impacte sur les investissements transfrontaliers ». Université du Québec à Montréal. Février 2013.
- MOHAND OUALI Radia : Mémoire, Les fonds souverains et la régulation du capitalisme financier. UNIVERSITE Mouloud MAMMERI DE TIZI-OUZOU. 05avril 2012.
- Rapport de la Banque du Canada, Revue du Système Financier - Décembre 2008.
- COLLOQUE INTERNATIONAL : Un fonds d'investissement d'Etat pour l'Algérie : approche institutionnelle et confrontation au modèle traditionnel des fonds souverains. Faculté des Sciences Economiques, des Sciences de Gestion et des Sciences Commerciales. Université Abderrahmane Mira de Bejaïa (Algérie). Amine Belaïcha *et al.* 2009.
- « Rapport sur les fonds souverains » Alain DEMAROLLE. Inspecteur des Finance. Rapport sur les fons souverains. 2008
- Mémoire. «Politique budgétaire et croissance : Référence au cas d'un pays rentier », publié par Toufik HAMDAD, Maitre assistant, Doctorant, Faculté des sciences économiques, commerciales et de gestion, Université Tizi-Ouzou, Algérie.
- Manuel de méthodologie : Cours de Mr AOUDIA. Université de Bejaia. 2013/2014.

IV- Sites Web :

- ABC Bourse, Apprendre la bourse - le guide complet
<http://www.abcbourse.com/apprendre/>
- Actu finance, les coulisses de la finance <http://definition.actufinance.fr/indice-de-reference-benchmark-431/>
- Dubai International Capital <http://www.dubaiic.com/>
- FMI <http://www.imf.org>
- Gespriv, Site de la gestion privée. <http://www.gespriv.com>
- Kuwait Investment Authority <http://www.kia.gov.kw/En/Pages/default.aspx>
- Le blog finance ; <http://www.leblogfinance.com/>
- Les Fonds Souverains. <http://www.fondssouverains.com/132-index.html>
- Ministère des finances Algérien. www.mf.gov.dz/
- Monitor Group www.monitor.com/sovereignwealth.
- NextFinance. <http://www.next-finance.net/Qu-est-ce-que-le-Long-Short-Equity>
- Site du gouvernement norvégien. <http://www.regjeringen.no/en.html?id=4>

Liste des figures et tableaux.

1- Liste des tableaux

Tableau N° 01 : Les critères de transparence selon le LMTI.

Tableau N°02 : Projections à long terme des prix mondiaux du pétrole (dollars indexés de 2008 par baril).

Tableau N°03 : évolution du prix de pétrole entre 1998 et 2007.

Tableau N°04 : désignant les ressources du FRR et retracent leurs emplois de 2000 à 2014.

2- Liste des figures

Figure N°01 : Evolution du nombre de fonds souverains dans le monde :

Figure N°02 : Répartition des actifs des fonds souverains par pays d'origine en 2009.

Figure N°03 : Ressources des fonds souverains :

Figure N°04 : Evolution des réserves de change en milliards de dollar

Figure N°05 : Répartition des réserves de change mondiale sur les différentes devises internationales.

Figure N°06: Proportion d'investissement des fonds souverains dans chaque classe d'actifs, 2010 vs. 2011.

Figure N°07 : Les résultats du consensus demand meter (1er trimestre 2010).

Figure N°08 : les résultats du consensus demand meter (3eme trimestre 2010).

Figure N°09 : Investissement en Action des fonds souverains.

Figure N°10 : Organigramme préconisé par l'IFSWF

Figure N°11 : Séquence de gestion des risques en mode continu.

Figure N°12 : Instruments de suivi des risques.

Figure N°13 : Politique d'investissement des principaux fonds souverains

Figure N°14: Taille relative des fonds souverains en 2007

Figure N°15 : Considérations théoriques concernant les prix du pétrole à long terme

Figure N° 16 : Projections de croissance rapide des fonds souverains

Figure N°17: Illustration du mode de fonctionnement du FRR

Figure N°18 : Représentation du solde budgétaire prévisionnel de 2000-2013

Figure N°19 : Prélèvements effectuée depuis le FRR pour le financement des déficits budgétaire 2006-2013

Figure N°20 : Les encours et les prévisions du fonds norvégiens de 2001 à 2020

Figure N°21 : Allocation en actif du fonds norvégien

Figure N°22 : Répartition géographique des investissements au 31 décembre 2013, en %.

Figure N°23 : Performances du fonds norvégien.

ANNEXES

Annexes :

Annexe01 :

Encadré -1- Singapour

Le Temasek Holdings Private Limited (Temasek) : Il ne se considère pas comme un fonds souverain : il n'est pas alimenté par des excédents commerciaux ou budgétaires, mais doit vendre des actifs ou emprunter pour réaliser ses investissements. Il est toutefois répertorié comme tel par le FMI et la plupart des observateurs¹. Il participe au développement de Singapour, une économie petite, ouverte et récente, puisqu'indépendante depuis 1965 seulement. Temasek signifie « ville de mer » en javanais, du nom du village qui occupait autrefois le site actuel de Singapour.

Ressource :

Ses ressources proviennent des dividendes versés par les sociétés dont il est actionnaire, des produits de désinvestissements, d'emprunts bancaires et d'émissions obligataires internationales, comme celle réalisée en 2005 pour 1,75 milliard USD mais aussi parfois d'injections de capital par le ministère des Finances.

Le GIC : Depuis mai 1981, le gouvernement de Singapour s'est doté d'un second fonds souverain, le GIC (Government of Singapore Investment Corporation), a fin de gérer les réserves de change du pays. Au début le fonds gérait quelques milliards de dollars, désormais, il est l'un des fonds souverain le plus puissant au monde avec une gestion de 300 milliards de dollars²).

Ressources

Le GIC est alimenté par les excédents budgétaires de Singapour. La ville-État est caractérisée depuis les années 1970 par un taux d'épargne élevé, dû à une forte croissance économique, une population active et jeune, une politique fiscale prudente, des taux élevés de cotisations sociales et une propension individuelle à l'économie. En 1981, le gouvernement a décidé d'investir la majeure partie de ses réserves de change dans des actifs de long terme à fort rendement et de les faire gérer par une nouvelle institution, GIC.

GIC ne possède pas ces réserves, qui restent la propriété du gouvernement de Singapour. GIC les fait fructifier et réinvestit 50 % des bénéfices nets retirés de ses investissements, l'autre moitié étant versée au gouvernement sous forme de dividendes. Le gouvernement de Singapour ne souhaite pas révéler la taille du fonds, mais GIC indique gérer « bien plus de USD 100 milliards d'actifs ». Selon diverses sources, ceux-ci s'élèveraient à USD 330 milliards

¹ Caroline Bertin Delacour, *Les fonds souverains*, p. 198, Les Échos éditions, 2009

² <http://www.fondssouverains.com/article-21887532.html>

Annexe 02 :

Encadré-2- Abu Dhabi

Ce dernier est considéré comme étant *le plus important fonds souverain* dans le monde. Il gèrerait en effet plus de 875 milliards de dollars US d'actifs.³ Ce chiffre avancé est toutefois délicat en raison de la confidentialité des montants et de la perméabilité entre les avoirs de la banque centrale, des fonds souverains et de certaines personnes à titre privé. Abu Dhabi est doté de plusieurs fonds souverains, dont ADIA, Mubadala et ATIC.

ADIA Abu Dhabi Investment Authority (ADIA):

Est entièrement détenu et contrôlé par le gouvernement d'Abu Dhabi. Il a été constitué en 1976 pour succéder au *Financial Investments Board* créé en 1967, qui était une émanation du ministère des Finances d'Abu Dhabi. ADIA ne publie quasiment aucune information. Début 2008, ses avoirs étaient évalués à un montant compris entre USD 250 milliards et USD 875 milliards, ce qui est révélateur de l'opacité du fonds. Selon *le Council on Foreign Relations.*, ils s'élevaient à USD 453 milliards fin 2007 et USD 328 milliards fin 2008 après la crise.

Malgré son manque de transparence, ADIA est l'un des fonds les plus sophistiqués et jouit d'une excellente réputation.

Alimenté par les revenus du pétrole, ADIA a pour mission d'effectuer des investissements en vue de garantir la prospérité actuelle et future de l'émirat. 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, titres à revenu fixe, immobilier et *private equity*. Il est en particulier présent aux États-Unis dans la banque Citigroup et dans certains des fonds Apollo de capital investissement (voir tableau 2). Ses décisions sont exclusivement motivées par la recherche de la rentabilité financière à long terme. Il est un investisseur passif, qui ne cherche pas à interférer dans la direction des sociétés dans lesquelles il investit. Le gouvernement d'Abu Dhabi, dans une lettre adressée en mars 2008 à plusieurs États, dont ceux du G7, en réponse aux critiques sur le manque de transparence de ses fonds.

Son fonctionnement : ADIA est doté de la personnalité juridique et dirigé par un conseil d'administration et un directeur général. 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 contrôle la gestion du fonds. Il est assisté d'un comité d'audit. Le directeur général prend les décisions d'investissement et représente le fonds à l'égard des tiers. Il bénéficie d'une indépendance opérationnelle et financière par rapport au gouvernement.

Mubadala :

Mubadala Development Company (Mubadala) a pour vocation de favoriser la diversification des richesses de la région et d'accompagner sa transformation économique. Il prend des participations stratégiques et mène une intense politique de développement local, régional et international. Constitué en octobre 2002 sous la forme d'une société par actions, il est entièrement détenu par le gouvernement d'Abu Dhabi. Il affiche USD 10 milliards d'actifs sous gestion, est noté AA par les agences de

³ Bien que le montant exact des actifs de ce fonds n'a jamais été communiqué par cette autorité (ADIA). Le chiffre revient à une enquête journalistique faite par le quotidien l'Express le 26/07/2007, « Alerte sur les fonds d'État ».

notation et emploie cinq cents personnes. En 2008, son conseil d'administration était présidé par le frère de l'émir.

Au niveau local et régional, Mubadala participe à de nombreux projets visant à développer :

- l'énergie et l'industrie (pétrole, gaz, énergies renouvelables, aluminium, construction navale, refroidissement hydraulique) ;
- l'aéronautique, en misant sur la situation géographique de l'émirat pour en faire un point de passage obligé entre l'Occident et l'Orient ; les conditions d'accueil de la population, notamment étrangère : immobilier d'habitation et de bureaux, hôtellerie, télécoms (téléphone, Internet et télévision payante), santé (soins aux personnes, biotechnologies, équipement médical, pharmacie), infrastructures (éducation, santé, transport), services (logistique, finance).

À cette fin, Mubadala investit soit en direct, soit en partenariat avec les grandes entreprises internationales. Dans le cadre des partenariats, Mubadala noue des accords avec des leaders de différents secteurs d'activité, qui lui permettent d'acquérir l'expertise, le savoir-faire, la technologie, la formation, l'assistance technique et les droits de propriété intellectuelle nécessaires pour mener à bien sa politique. En contrepartie, Mubadala apporte souvent des liquidités à l'entreprise étrangère et prend une participation à son capital : il s'agit donc d'un système d'échange de capitaux contre savoir-faire.

L'ATIC:

Advanced Technology Investment Company (ATIC), créée en 2008, est un fonds souverain spécialisé dans le domaine technologique. Il a pour objet de réaliser des investissements significatifs dans les hautes technologies, au niveau régional et international, dans le but de générer sur le long terme des profits économiques et sociaux pour l'émirat. Société d'investissement entièrement détenue par le gouvernement d'Abu Dhabi, il s'est engagé à agir de manière indépendante, à investir sur la base de motifs commerciaux et à suivre des standards appropriés de gouvernance et de responsabilité.

Annexe 03 :

Encadré -3- Norvège

La Norvège possède un fonds souverain international, le Government Pension Fund–Global, et un fonds souverain régional, le Government Pension Fund–Norway. Malgré leur dénomination, il s'agit bien de fonds souverains et non de fonds de pension. Ces deux fonds ont été regroupés en 2006 au sein du Government Pension Fund, mais demeurent complètement séparés.

Les importantes recettes de l'État provenant des activités pétrolières ont donné lieu à d'importants actifs financiers dans le Fonds de pension du gouvernement. L'objectif du Fonds est de faciliter l'épargne publique pour financer la hausse des dépenses de retraite publiques, et de soutenir des considérations à long terme dans les dépenses des revenus pétroliers du gouvernement.⁴ Le FSv de la Norvège se démarque des autres fonds dans le monde, en effet, il est considéré comme *un modèle*, à travers sa « *transparence* », son « *management* » et son « *éthique* ».⁵

⁴ <http://www.regjeringen.no> (Site Web Official).

⁵ <http://www.nbim.no/en/the-fund/>

Annexe 04 :

Encadré -4- *La Russie*

Le 1^{er} février 2008 la Russie a annoncé la séparation de son fonds de stabilisation pétrolier en deux fonds ; fonds de réserve et fonds de richesse nationale :

- Le fonds de réserve : il est doté de 125 milliards de dollars (soit 10% du PIB russe), il est l'héritier de l'ancien fonds de stabilisation, appelé remplir le même rôle de stabilisation des liquidités entrant en Russie et de stabilisation budgétaire en cas de chute des cours du cours des matières premières.

La stratégie d'investissement de ce nouveau fonds est identique à celle qui prévalait pour le fonds de stabilisation à savoir ; investissement dans des actifs en USD pour 45% des ressources du fonds, en EUR pour 45% et en GBP pour 10%. 50% des ressources doivent être placées en obligations souverains, jusqu'à 30% dans des titres de dette d'agences publiques étrangères ou de banques centrales et jusqu'à 5% dans des titres de dettes IFIs "Institutions Financières Internationales"

- Le fonds du bien-être national : il est doté de 32 milliards de dollars à sa création, dont la vocation est de contribuer au financement du déficit du système de retraites. Les règles de gestion n'ont pas été clairement définies pour ce second fond. En effet la part qui doit être affectée à des placements à l'étranger et en Russie et la nature des titres qui pourront être acquis avec ces ressources.

Annexe 05 :

Encadré-5- *Chine.*

Les deux fonds souverains chinois CIC et SAFE ont été créés afin de pouvoir gérer comme il faut les gigantesques réserves de change⁶ dégagées grâce aux excédents commerciaux et à une politique monétaire volontariste qu'a su mener le pays. Leurs objectifs sont d'investir dans une cinquantaine de multinationales à travers le monde. Ces fonds souverains sont déjà considérés comme étant parmi les plus puissants et les plus actifs dans la finance mondiale, avec près de 200 milliards de dollars d'actifs gérés.

Le CIC :

China Investment Corporation (CIC) est un fonds souverain récent, établi le 29 septembre 2007. Sa création s'inscrit dans le cadre des polémiques suscitées aux États-Unis par les tentatives d'achat par des entreprises d'État chinoises de sociétés américaines considérées comme stratégiques : Unocal et 3com. Ces polémiques contre les investissements chinois à l'étranger ont nourri le débat sur la constitution de CIC, qui a nécessité deux ans de préparation administrative. CIC investit à l'étranger et dans le secteur financier domestique. Bien qu'organisé selon le modèle de Temasek pour sa gouvernance et sa transparence, il reste proche du pouvoir et sa stratégie paraît confuse. Si CIC a le potentiel pour devenir un acteur immensément puissant sur la scène financière globale, ses objectifs et ses capacités sont pour le moment relativement modestes et confinés au champ économique. Sa stratégie, son impact

⁶ La Chine possède en Janvier 2008 les plus grandes réserves de change, avec près de 1 590 milliards de dollars. Elles ont été estimées à plus de 3 240 milliards de dollars Us d'après le site web : <http://www.fondssouverains.com> en 2012. En effet depuis la libéralisation de son économie et son entrée dans l'OMC en 2001, elle est devenue un exportateur net de capitaux.

sur la stabilité financière et son éventuelle influence géopolitique devront être mesurés à l'aune d'observations futures.⁷

Ressource : Le capital de CIC s'élève à USD 200 milliards, correspondants à des réserves de change apportées à CIC par le ministère des Finances et acquises par ce dernier auprès de la banque centrale de Chine grâce à l'émission de bons spéciaux du Trésor pour l'équivalent en yuans de USD 200 milliards.⁸ C'est donc par voie d'emprunt qu'a été financée la constitution de CIC. Afin d'assurer le service de la dette, CIC est tenu de verser des dividendes au ministère des Finances, son actionnaire. Selon certaines estimations, il doit rembourser USD 8 milliards par an, ce qui signifie qu'il doit réaliser un rendement annuel de 14 % sur ses investissements, un objectif ambitieux, surtout pour un fonds qui démarre.

Au-delà de ses USD 200 milliards de dotation initiale, le Chine pourrait tirer sur ses réserves de change pour les transférer à CIC et en faire le plus puissant fonds souverain du monde.

Le SAFE:

La State Administration of Foreign Exchange (SAFE), créée en 1997, est la principale agence gouvernementale en charge de la régulation et de l'investissement des réserves de change chinoises, détenues par la banque centrale de Chine, People's Bank of China. Ses avoirs à l'étranger sont estimés à USD 311 milliards, mais très peu d'informations sont disponibles. SAFE opère à travers des centaines d'agences au niveau des provinces, des régions et des communes. Elle détient des succursales à Hong Kong, Singapour, Londres et New York, ainsi qu'une filiale à Hong Kong, SAFE Investment Company, qui réalise des investissements en actions étrangères. Ses participations étrangères significatives semblent concentrées dans le secteur de la finance et de l'énergie.

Annexe 06 :

Tableau 1 : représentant le classement des 50 premiers fonds souverains dans le monde :

| | Pays | Fonds souverain | Actifs gérés (USD mds) | Création | Origine |
|---|-------------------|---|------------------------|----------|---------|
| 1 | EAU – Abu Dhab | Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) | 627 | 1976 | MP |
| 2 | Norvège | Government Pension Fund-Global | 611 | 1990 | MP |
| 3 | Chine | SAFE Investment Corporation | 568 | NC | Autres |
| 4 | Arabie Saoudite | Saudi Arabia Monetary Agency (SAMA) Titres étrangers | 533 | NC | MP |
| 5 | Chine | China Investment Corporation (CIC) | 440 | 1953 | Autres |
| 6 | Koweït | Kuwait Investment Authority (KIA) | 296 | 1953 | MP |
| 7 | Chine – Hong Kong | Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio | 293 | 1993 | Autres |

| | | | | | |
|----|------------------------------|--|-----|------|--------|
| 8 | Singapour | Government of Singapore Investment Corporation (GIC) | 248 | 1981 | Autres |
| 9 | Singapour | Temasek Holdings Private Ltd | 157 | 1974 | Autres |
| 10 | Russie | Reserve Fund | 150 | 2008 | MP |
| 11 | Chine | National Social Security Fund | 135 | | |
| 12 | Qatar | Qatar Investment Authority | 100 | | |
| 13 | Australie | Australian Future Fund | 80 | | |
| 14 | EAU - Dubai | Investment Corporation of Dubai | 70 | | |
| 15 | Libye | Libyan Investment Authority | 65 | | |
| 16 | Kazakhstan | Kazakhstan National Fund (KNF) | 58 | 2000 | MP |
| 17 | EAU – Abu Dhabi | International Petroleum Investment Company | 58 | 1984 | MP |
| 18 | Algérie | Algérie | 57 | | MP |
| 19 | EAU – Abu Dhabi | Mubadala Development Company | 48 | 2002 | MP |
| 20 | Corée du Sud | Korea Investment Corporation | 43 | | |
| 21 | Etats-Unis - Alaska | Alaska Permanent Fund | 40 | | |
| 22 | Malaisie | Khazanah Nasional | 37 | | |
| 23 | Azerbaïdjan | State Oil Fund | 30 | | |
| 24 | Irlande | National Pensions Reserve Fund | 30 | | |
| 25 | Brunei | Brunei Investment Agency (BIA) | 30 | 1983 | MP |
| 26 | France | Fonds Stratégique d'Investissement | 28 | | |
| 27 | Etats-Unis - Texas | Texas Permanent School Fund | 24 | | |
| 28 | Iran | Oil Stabilization Fund | 23 | 1999 | MP |
| 29 | Nouvelle-Zélande | New Zealand Superannuation Fund | 16 | 2003 | Autres |
| 30 | Canada | Alberta Heritage Savings Trust Fund | 15 | 1976 | MP |
| 31 | Chili | Economic and Social Stabilization Fund (ESSF) | 15 | 2006 | MP |
| 32 | États-Unis - Nouveau Mexique | New Mexico State Investment Office Trust Fund | 14 | 1976 | MP |
| 33 | Brésil | Sovereign Fund of Brazil | 11 | 2009 | Autres |
| 34 | Timor Est | Timor-Leste Petroleum Fund | 10 | | MP |
| 35 | Bahreïn | Mumtalakat Holding Company | 9 | 2006 | MP |
| 36 | Oman | State General Stabilization Fund (SGSF) | 8 | 1980 | MP |
| 37 | Botswana | Pula Fund | 7 | 1993 | MP |
| 38 | Mexique | Oil Stabilization Fund of Mexico | 6 | 2000 | MP |
| 39 | Arabie Saoudite | Public Investment Fund | 5 | | |
| 40 | Chine | China-Africa Development Fund | 5 | 2007 | |

| | | | | | |
|----|----------------------|--|---|-----------------|--------|
| 50 | États-Unis - Wyoming | Permanent Wyoming Mineral Trust Fund (PWMTF) | 5 | 1974 | MP |
| 51 | Chili | Chile Pension Reserve Fund | 4 | 2006 | Autres |
| 52 | Trinité-et-Tobago | Heritage and Stabilization Fund | 3 | 2000 | MP |
| 53 | États-Unis | Alabama Trust Fund | 3 | 1986 | MP |
| 54 | Italie | Italian Strategic Fund | 1 | | |
| 55 | EAU - Ras el Khaïmah | RAK Investment Authority | 1 | | |
| 56 | Nigeria | Excess Crude Account | 1 | 2004 | MP |
| 57 | Palestine | Palestine Investment Fund | 1 | | |
| 58 | Venezuela | Investment Fund for Macroeconomic Stabilisation (FIEM) | 1 | 1998 | MP |
| 59 | Vietnam | Vietnam State Capital Investment Corporation (SCIC) | 1 | 2006 | Autres |
| 60 | Gabon | Fund for Future Generations | 0 | 1998 | MP |
| | Σ | TOTAL | | 5 022 (USD mds) | |

Sources : sites Web des fonds souverains <http://www.fondssouverains.com/article-classement-des-fonds-souverains-par-actifs-geres-106519471.html> - année 2012- augmenté de la date de création de chaque fonds ainsi que de la provenance de ses fonds. Les valeurs des montants sous gestion ont été actualisées par nous même.

Annexe 07 :

Tableau 02 : Objectifs poursuivis par les fonds souverains:

| <i>QUATRE TYPES D'OBJECTIFS POURSUIVIS PAR LES FONDS SOUVERAINS</i> <i>Four categories of objectives of sovereign wealth funds</i> | |
|---|--|
| <i>OBJECTIFS /Objective</i> | <i>Exemples de FS retenus / Examples of sovereign wealth funds</i> |
| Fonds de Stabilisation Macroeconomic stabilization | <ul style="list-style-type: none"> - Abu Dhabi Investment Council - Chile Economic and Social Stabilization Fund - Kazakhstan National Fund - Mongolia Fund - Russia National Welfare Fund |
| Épargne pour les générations futures Future generation savings | <ul style="list-style-type: none"> - Alaska Permanent Fund (U.S.A) - Alberta Heritage Savings Trust Fund (Canada) - Australia Future Fund - Azerbaijan State Oil Fund - China National Social Security Fund - New Zealand Superannuation Fund - Norway Government Pension Fund–Global - Permanent Wyoming Mineral Trust Fund (U.S.A) |

| | |
|---|--|
| Gestion des participations d'Etat Management of government holdings | <ul style="list-style-type: none"> - Mubadala Holdings (UAE) - Tamasek Holdings (Singapore) |
| Maximisation des rendements et de la richesse Wealth and return maximization | <ul style="list-style-type: none"> - Abu Dhabi Investment Authority - China Investment Corporation - Government of Singapore Investment Corporation - Korea Investment Corporation |

Sources: Milken Institute, JPMorgan Research.

Annexe08:

RINCIPES ET PRATIQUES GÉNÉRALEMENT ACCEPTÉS (PPGA) OU “PRINCIPES DE SANTIAGO”

PRINCIPES DE SANTIAGO

Dans le but de promouvoir les “objectifs et la finalité” des Fonds souverains, les membres du groupe de travail des Fonds souverains (IWG) ont appliqué ou envisagent de mettre en œuvre, de leur plein gré, les principes et pratiques ci-après, tous subordonnés aux dispositifs, obligations et exigences de la loi et de la réglementation de chaque pays. Ce paragraphe fait partie intégrante des PPGA.⁹

PPGA 1. Principe Le cadre légal des Fonds souverains doit être sain et promouvoir leur bon fonctionnement et la réalisation de(s) l’objectif(s) qui leur a (ont) été assigné(s).

GAPP 1.1 Principe subsidiaire

Le cadre légal des Fonds souverains doit garantir la solidité de ces Fonds et de leurs transactions.

PPGA 1.2 Principe subsidiaire Les caractéristiques essentielles du fondement légal et de la structure des Fonds souverains, et des relations entre ces Fonds et les autres entités publiques doivent être rendues publiques.

PPGA 2. Principe La finalité de la politique du Fonds souverains doit être clairement définie et rendue publique.

PPGA 3. Principe [Lorsque les activités du Fonds souverains ont une forte incidence macroéconomique interne, ces activités doivent être étroitement coordonnées avec les autorités budgétaires et monétaires locales, afin de veiller à la sa concordance avec la politique macroéconomique générale.]

PPGA 4. Principe [L’approche générale des opérations de financement, de retrait et de dépenses du Fonds souverains doit être soumise à des politiques, règles, procédures et dispositifs clairement établis et relevant du domaine public.]

PPGA 4.1 Principe subsidiaire La source de financement du Fonds souverains doit être rendue publique.

PPGA 4.2 Principe subsidiaire L’approche générale des retraits et des dépenses du Fonds souverains pour le compte de l’État doit être rendue publique.

⁹ Bulletin du FMI, 9 mars 2008, Principes de Santiago.

PPGA 5. Principe Les données statistiques pertinentes du Fonds souverains doivent être communiquées en temps voulu à son propriétaire ou à toute autre entité désignée à cet effet, pour insertion en bonne et due forme dans les séries de données macroéconomiques.

PPGA 6. Principe Le cadre de gouvernance du Fonds souverains doit être sain et prévoir une distinction précise et effective des rôles et attributions qui favorise la responsabilisation et l'indépendance opérationnelle de la direction du Fonds souverains qui la rendent apte à poursuivre ses objectifs. 9

PPGA 7. Principe Le propriétaire doit fixer les objectifs du Fonds souverain, nommer les membres de son/ses organe(s) directeur(s) selon des procédures clairement définies et exercer la supervision des opérations du Fonds souverains.

PPGA 8. Principe L'(es) organe(s) directeur(s) doi(ven)t agir dans l'intérêt bien compris du Fonds souverain, avoir mandat explicite ainsi que les attributions et compétences nécessaires pour s'acquitter de ses/leurs fonctions.

PPGA 9. Principe La gestion opérationnelle des Fonds souverains doit consister à appliquer leur stratégie de manière indépendante et avec des attributions clairement définies.

PPGA 10. Principe Le cadre de responsabilisation des opérations du Fonds souverain doit être clairement établi dans les domaines relatifs à la législation, à la charte, à d'autres documents constitutifs ou à un accord de mise en gérance.

PPGA 11. Principe Un rapport annuel et les états financiers y afférents, relatifs aux opérations et à la performance du Fonds souverain doivent être établis en temps voulu et de façon régulière, conformément aux normes comptables internationales ou nationales reconnues.

PPGA 12. Principe Les opérations et les états financiers du Fonds souverain doivent faire régulièrement l'objet d'un audit annuel, conformément aux normes internationales ou nationales d'audit reconnues.

PPGA 13. Principe Des normes professionnelles et déontologiques claires doivent être établies et communiquées aux membres de(s) l'organe(s) directeur(s), de la direction et du personnel du Fonds souverain.

PPGA 14. Principe Les transactions avec des tiers aux fins de la gestion opérationnelle du Fonds souverain doivent reposer sur des considérations économiques et financières, et obéir à des règles et procédures précises.

PPGA 15. Principe Les opérations et activités du Fonds souverain dans un pays d'accueil doivent s'effectuer conformément à la réglementation en vigueur et aux obligations de communication de l'information financière de ce pays.

PPGA 16. Principe Le cadre de gouvernance et les objectifs, ainsi que le degré d'autonomie opérationnelle de la direction du Fonds souverain par rapport au propriétaire doivent être rendus publics.

PPGA 17. Principe L'information financière pertinente afférente au Fonds souverain doit être rendue publique pour attester de son orientation économique et financière, afin de

contribuer à la stabilité des marchés financiers internationaux et d'affermir la confiance dans les pays d'accueil.

PPGA 18. Principe La politique d'investissement du Fonds souverain doit être explicite et conforme aux objectifs, au niveau de tolérance du risque et à la stratégie d'investissement arrêtés par le propriétaire ou l'/les organe(s) directeur(s) et reposer sur des principes sains de gestion de portefeuille.

PPGA 18.1 Principe subsidiaire

La politique d'investissement doit encadrer le degré d'exposition du Fonds souverain au risque et son éventuel recours aux effets de levier.

PPGA 18.2 Principe subsidiaire

Sa politique d'investissement doit tenir compte du degré de recours à des gestionnaires de portefeuille internes et/ou externes, de la portée de ses activités et de ses compétences, ainsi que de la procédure de sélection et de suivi de la performance de ces gestionnaires.

PPGA 18.3 Principe subsidiaire

La description de la politique d'investissement du Fonds souverain doit être rendue publique.

PPGA 19. Principe Les décisions d'investissement du

Fonds souverain doivent viser à maximiser les rendements financiers corrigés des risques, conformément à sa politique d'investissement et sur la base de considérations économiques et financières.

PPGA 19.1 Principe subsidiaire

Lorsque les décisions d'investissement sont asservies à d'autres considérations économiques et financières, celles-ci doivent être clairement énoncées dans la politique d'investissement et rendues publiques.

PPGA 19.2 Principe subsidiaire

La gestion des actifs d'un Fonds souverain doit être conforme aux principes généraux d'une gestion d'actifs saine.

PPGA 20. Principe Le Fonds souverain ne doit pas rechercher ou mettre à profit des informations privilégiées ou une position dominante déloyale des entités publiques pour concurrencer les entités privées.

GAPP 21. Principe Les Fonds souverains considèrent les droits de propriété de leur propriétaire comme un élément fondamental de la valeur de leurs prises de participation. Tout Fonds souverain qui décide d'exercer son droit de propriété doit le faire de manière compatible avec sa politique d'investissement et de façon à protéger la valeur financière de ses placements. Le Fonds souverain doit rendre publique son approche générale de la sélection de titres d'entités cotés en bourse, notamment les facteurs clés qui guident l'exercice de son droit de propriété.

PPGA 22. Principe Le Fonds souverain doit être doté d'un cadre permettant d'identifier, d'évaluer et de gérer les risques inhérents à ses opérations.

PPGA 22.1 Principe subsidiaire Le cadre de gestion du risque doit comporter des systèmes fiables d'information et de communication de données financières d'actualité, qui permettent un suivi et une gestion appropriés des risques pertinents dans des limites et selon des paramètres acceptables, des mécanismes de contrôle et d'incitation, des codes de conduite, la planification de la continuité de l'activité et une fonction d'audit indépendante.

PPGA 22.2 Principe subsidiaire

L'approche générale qui sous-tend la gestion du risque par le Fonds souverain doit être dans le domaine public.

PPGA 23. Principe La performance des actifs et des investissements (en termes absolus et relatifs par rapport à des repères, le cas échéant) du Fonds souverain doit être mesurée et communiquée au propriétaire suivant des principes ou normes clairement définis.

PPGA 24. Principe Une procédure régulière de revue de la mise en œuvre des PPGA doit être effectuée par le Fonds souverain ou en son nom.

Source : FMI

RÉSUMÉ:

Les fonds souverains se sont multipliés durant la seconde moitié des années 2000, cette même période à vue la création du FRR algérien. En raison d'une part pour les excédents commerciaux record de certains pays asiatiques, d'autre part à la faveur du boom des cours des matières premières (surtout au moyen orient). La crise financière a pu certes fragiliser certains de ces fonds mais ces derniers ont pu démontrer leur utilité en venant en aide aux économies occidentales ravagée par la crise.

Dans ce contexte, l'Algérie qui compte parmi les plus importants pays exportateurs d'hydrocarbures au monde notamment du Gaz, aurait-elle intérêt à créer elle-aussi un tel fonds qui serait cependant bien différent de ce qui a déjà entrepris au part avant (le FRR, le fonds des réserves de change et le FNI).

Notre travail tentera d'apporter quelques éléments de réponse. Pour ce faire, il rappellera dans une première partie l'émergence des fonds souverains ainsi que leur apport macroéconomiques et les dangers qu'ils permettent d'éviter à des pays dont les économies sont nettement dépendantes de l'exportation de matières premières tel les pays du moyen orient. Ces fonds permettent aussi de donner une certaine influence à des pays jusque là absents de l'échiquier mondial.

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, de gestion et stratégies d'investissements des fonds.

Nous analyserons ensuite les effets réels des fonds souverains sur le système financier international et le rôle qu'ils ont joué lors de la crise financière de 2007

La quatrième et dernière partie est consacrée plus spécifiquement à l'Algérie, aux éventuels besoins de stabilisation que nécessite son économie dépendante des hydrocarbures ainsi qu'aux possibles risques macroéconomiques qu'elle encourt et qui pourraient se renforcer avec le tarissement à terme de l'extraction de l'or noir. Enfin l'étude comparative à des pays étrangers ayant mis en place un tel fonds à savoir la Norvège et le Qatar mettra en relief les retombées financières et extra financière dont disposerait l'Algérie une fois s'étant doté d'un fonds souverain.

ABSTRACT:

SWFs have increased during the second half of the 2000s, the same period for the creation of the Algerian FRR. Due firstly to record trade surpluses in some Asian countries, on the other hand due to the boom in commodity prices (especially in the Middle East). The financial crisis has certainly could undermine some of these funds, but they were able to demonstrate their usefulness by helping to western economies devastated by the crisis.

In this context, Algeria, which is among the largest exporters of oil in the world including gas, does it have an interest to create a fund, however, quite different from what has already undertaken before (FRR, the fund reserves and FNII).

Our work will attempt to provide some answers. To do so, he recalled in a first part the emergence of sovereign and their macroeconomic contribution funds and the dangers they avoid to countries whose economies are significantly dependent on the export of raw materials such countries the Middle East. These funds also help to give some influence to countries hitherto absent from the world stage.

The second part traces the experiences of foreign sovereign wealth fund. It details not only the institutional organization but also the rules of operation, management and investment strategies of the funds.

We then analyze the real effects of sovereign wealth funds on the international financial system and the role they played during the 2007 financial crisis

The fourth and final section is devoted specifically to Algeria, the possible need for stabilization requires, because its economy is dependent on oil. As macroeconomic risk of this situation. Finally, the comparative study of foreign countries that have implemented such a fund namely Norway and Qatar will highlight the financial benefits and the extra financial that would be available Algeria after having with a sovereign wealth fund.

Mots clés : Fonds Souverains, Réserves de change, Algérie, Marché financier.