

LES FONDS SOUVERAINS AU MOYEN-ORIENT

PIERRE MOURLEVAT *

LA SPÉCIFICITÉ DES FONDS SOUVERAINS AU MOYEN-ORIENT

Pour les pays du Moyen-Orient, le mécanisme est simple : ces pays exportent des quantités importantes de pétrole et de gaz. Leurs balances courantes sont donc très excédentaires et d'autant plus que les prix des hydrocarbures n'ont cessé d'augmenter. Dans une économie walrasienne¹ de concurrence pure et parfaite, ces excédents sont, en théorie, transitoires. En effet, une balance courante excédentaire doit, en l'absence de toute intervention de l'État, se traduire par une appréciation du taux de change nominal. Celle-ci, en renchérissant le prix des matières exportées, devrait en retour ralentir la demande mondiale de ces matières, ce qui aurait pour conséquence de réduire, jusqu'à annulation, les excédents initialement constatés. La parfaite flexibilité des prix (le taux de change en est un) permet, en théorie, de supprimer les excédents (et aussi les déficits) qui ne peuvent être regardés que comme temporaires. À long terme, dans une économie de concurrence pure et parfaite, l'équilibre (c'est-à-dire l'absence d'excédent et de déficit) est la règle.

Qu'est-ce qui peut alors expliquer que ces excédents non seulement ne régressent pas mais, au contraire, continuent de croître ? Deux réponses à cette question :

- la première est un élément objectif : les hydrocarbures constituent une demande incompressible, dont l'élasticité-prix est très faible. Une hausse du prix du pétrole n'affecte que très peu la demande de

* Chef des services économiques pour le Moyen-Orient, Mission économique d'Abu Dhabi.

pétrole venant des pays qui n'en produisent pas et qui en sont donc dépendants ;

- la seconde est plus subjective² : le maintien par les États producteurs d'un taux de change fixe avec le dollar empêche le mécanisme de concurrence de fonctionner, retardant d'autant la situation d'équilibre par annulation progressive des excédents initiaux³. Si ces pays consentaient à laisser flotter leurs monnaies, la libre fluctuation de celles-ci permettrait une résorption tendancielle des excédents financiers.

L'approche libérale s'inscrit naturellement en faux contre un tel interventionnisme dans les mécanismes de formation des prix et des taux de change. Toutefois, si économiquement, une telle attitude peut être contestable, politiquement l'avantage est déterminant : le maintien voire l'accroissement des excédents financiers issus de l'excédent courant permet, en mettant en place un fonds souverain, d'avoir un réel pouvoir de marché.

LE RETOUR DES ÉTATS ET LE MODE DE GESTION DES FONDS SOUVERAINS

Fonds souverains et patriotisme économique

100

Les fonds souverains consacrent le retour des États dans un univers où ils étaient exclus en tant que demandeurs⁴. D'une part, parce que certains États, comme ceux du Golfe, deviennent, par le truchement des fonds souverains, des opérateurs à part entière sur ces marchés ; et d'autre part, en raison de la réaction que ces fonds suscitent dans les pays visés, principalement les pays occidentaux. On observe une réaction de « patriotisme économique » des États occidentaux face à l'irruption d'une nouvelle forme d'investisseurs, étatiques et étrangers, dans leurs économies.

Il serait tentant de rétorquer que, ce faisant, les États se normalisent, devenant au sein du marché financier mondial des agents comme les autres⁵.

L'État : un acteur financier exorbitant du droit commun

Trois remarques importantes :

- en premier lieu, les sommes gérées par les fonds souverains ont une forte valeur symbolique : pour ne prendre qu'un exemple, 2 000 Md\$ permettraient de racheter toutes les entreprises cotées au CAC 40 ;
- en second lieu, les fonds souverains qui pourraient représenter actuellement 2 000 Md\$ pourraient atteindre 10 000 Md\$ dans les dix ans. Ils sont à suivre avec la plus grande attention tant leur progression est spectaculaire ;

- en troisième lieu, derrière ces fonds en apparence purement institutionnels, il y a des États, et donc inévitablement des stratégies politiques.

Les fonds souverains ne sont pas, au moins pour l'instant, des investisseurs comparables aux fonds spéculatifs car ils obéissent à des logiques différentes⁶.

LA GESTION DES FONDS SOUVERAINS : UNE LOGIQUE À GÉOMÉTRIE VARIABLE

Quels fonds, pour quels montants ?

La galaxie des fonds souverains du Moyen-Orient

Les *super seven* désignent les fonds qui totalisent un montant d'actifs estimés autour de 1 000 Md\$. Parmi ces *super seven*, deux sont moyen-orientaux :

- l'Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) possède le fonds souverain le plus riche du monde, dont la dotation, mi-2008, était supérieure à 600 Md\$ (chiffre Standard & Poors), soit près de cinq fois le PIB de l'Émirat. L'ADIA est à 100 % publique. Depuis 2003, elle adopte une stratégie active à l'international, en prenant une participation (dont l'importance n'a pas été révélée) dans le groupe américain de *private equity* Apollo et une participation estimée à 5 Md\$ dans le groupe canadien Prime West Energy Trust. Pour améliorer son image, elle a récemment déployé une politique active de communication ;

- la Kuwait Investment Authority (KIA) abonde à hauteur de 213 Md\$, soit près de trois fois le PIB de l'Émirat⁷. La KIA est un important investisseur à l'international : 7 % du capital du constructeur automobile allemand Daimler, 8 % du groupe d'ingénierie GEA⁸ et 450 M\$ de patrimoine immobilier dans notre pays.

Outre ces deux fonds d'envergure exceptionnelle, le Moyen-Orient compte plusieurs autres fonds dont certains d'importance :

- la Qatar Investment Authority (QIA) gère des actifs dont le montant est compris entre 50 Md\$ et 70 Md\$ (près de deux fois le PIB du pays) et il est abondé de 1 Md\$ chaque semaine. Les excédents gaziers très importants, accumulés sur deux décennies, sont à l'origine de ces revenus. Les plus récentes opérations concernent le rachat de 20 % du capital du London Stock Exchange et de 14 % de l'opérateur scandinave OMX fin 2007 et, plus récemment, le rachat de 100 % de Cegelec par la filiale de QIA, Qatari Diar ;

- la Saudi Arabia General Investment Authority (SAGIA) : fonds souverain à vocation exclusivement interne. L'Arabie Saoudite dispose toutefois de deux fonds qui investissent à l'étranger ;

- le Royaume de Bahreïn ne dispose pas d'un fonds souverain au sens

financier du terme, mais a créé une holding, Bahreïn Mumtalakat, qui gère, dans une optique purement financière, les participations de l'État dans les entreprises publiques. Le ministère des Finances a évalué à 3,5 Md\$ la valeur des actifs concernés. La holding peut également intervenir comme un fonds d'investissement pour prendre des participations dans les secteurs qui lui semblent les plus porteurs à Bahreïn ou à l'étranger ;

- l'Émirat de Dubaï dispose de deux fonds, plus modestes dans leurs dotations respectives que l'ADIA, mais d'importance relative si on les rapporte au PIB de l'Émirat, et filiales de deux holdings, Dubai World et Dubai Holdings. Le premier est Istithmar dont le budget approximatif estimé est de 8 Md\$, soit 7 % du PIB. Le second est Dubai International Capital (DIC), abondé à hauteur de 4 Md\$ (montant estimé), soit 4 % du PIB de l'Émirat⁹. Ce fonds investit plus volontiers dans les *private equity* comme le groupe Tussauds¹⁰. Il a également des participations dans Daimler-Chrysler, HSBC et la banque indienne ICICI ;

- l'Émirat d'Abu Dhabi gère également UAE Mubadala Development Company qui pèse plus de 20 Md\$. L'opération la plus remarquable a été le rachat de 7,5 % du fonds d'investissement américain Carlyle pour la somme de 1,35 Md\$;

- le sultanat d'Oman dispose d'un State General Reserve Fund : établissement public placé sous l'autorité du ministère des Finances. Ce fonds dont les disponibilités financières sont estimées fin 2005 à près de 11 Md\$ est alimenté, d'une part, par un prélèvement de 15 % sur les recettes pétrolières du Sultanat, d'autre part, par les excédents budgétaires¹¹.

Au total, depuis le 1^{er} janvier 2006 jusqu'en octobre 2008, les fonds souverains ont investi près de 35 Md\$ dans la seule Europe. Les montants gérés ont augmenté de façon exponentielle, alimentés par deux canaux bien identifiés, tant en stock qu'en flux. En stock, le placement des revenus passés permet de tirer une rente confortable¹², au moins dans la phase ascendante du cycle financier mondial ; en flux, la hausse jusqu'à l'été 2008 du prix du pétrole a permis la perception d'excédents considérables.

Une logique à géométrie variable

Le Moyen-Orient offre ainsi une image assez unique en la matière, puisqu'il concentre une part significative des fonds souverains répertoriés dans le monde. Ceux-ci n'ont d'ailleurs pas les mêmes règles de gestion et obéissent à des logiques différenciées :

- fonds souverains ou simple structure de gestion privée ? La terminologie de « fonds souverain » ne fait pas l'unanimité pour certaines

institutions. C'est le cas des deux holdings Dubai World et Dubai Holding¹³ : propriétés directes de l'émir de Dubaï et des membres de sa famille, Dubai World et Dubai Holding peuvent être assimilées à des structures privées. Les autorités dubaïotes ne manquent d'ailleurs pas de le rappeler régulièrement¹⁴ ;

- recettes fixes ou recettes variables ? L'ADIA perçoit l'ensemble des revenus externes de l'Émirat d'Abu Dhabi découlant d'un prix du baril supérieur à celui servant de base au calcul du budget. À Oman, le State General Reserve Fund (SGRF) est abondé par prélèvement d'une somme équivalente à 15 % des recettes pétrolières et, le cas échéant, par une partie des excédents budgétaires. Au Qatar, les activités pétrolières et gazières de Qatar Petroleum (QP) sont la principale source des recettes inscrites au budget national (au moins 80 % des ressources de la QIA proviennent de ce canal). Le cas du Koweït est sans doute l'un des plus complexes de la zone. En effet, derrière un nom unique, la KIA gère deux instruments : le Fonds pour les générations futures qui reçoit 10 % des recettes budgétaires brutes ; la Réserve générale reçoit le reste des recettes et les réalloue au travers d'une politique de redistribution. Elle gère par ailleurs la trésorerie publique ainsi que les placements (au Koweït et dans la région uniquement) de l'État.

À cette logique variée d'alimentation des fonds souverains répond une multiplicité de stratégies d'investissement.

103

LES STRATÉGIES SUCCESSIVES DES FONDS SOUVERAINS : PLUS DE RISQUE POUR PLUS DE PUISSANCE ?

Les fonds souverains ont eu, au cours des vingt dernières années, des stratégies différentes en fonction du contexte. L'originalité ici est qu'une stratégie n'a pas remplacé une autre stratégie, mais s'y est superposée dans une optique de diversification des portefeuilles.

Une stratégie strictement financière à l'origine...

La stratégie des fonds souverains comporte trois volets successifs s'étalant sur les dix dernières années, qui sont aujourd'hui fortement imbriqués. Cette imbrication définit la stratégie générale.

Stérilisation des excédents et aversion pour le risque

La première stratégie d'investissement était toute de prudence et d'aversion au risque. C'est ainsi que dans un premier temps, les pays du Moyen-Orient (entre autres) ont investi leurs immenses réserves de change dans des actifs liquides, en l'occurrence les bons du Trésor américains à court terme ainsi que des titres gouvernementaux émis par d'autres pays à monnaie de réserve¹⁵. Toutefois, les pays à fonds

souverains se sont rapidement rendus compte du décalage existant entre les liquidités dont ils avaient besoin pour lutter contre les velléités spéculatives du type crise asiatique de 1997 et les masses financières considérables issues de la rente pétrolière ou commerciale. Ce constat, conjugué au décollage des capitalisations boursières à partir de la fin des années 1990, a réorienté l'investissement des fonds souverains vers des valeurs aux rendements plus attractifs¹⁶.

*Le revirement de la fin des années 1990 :
plus de risque pour plus de rentabilité*

C'est pourquoi une deuxième stratégie a vu progressivement le jour : délaissant les marchés obligataires mondiaux, les autorités financières des pays du Golfe ont cherché à se diversifier en réduisant leur degré d'aversion au risque. Les Banques centrales se sont effacées progressivement en tant qu'intervenants directs au profit de nouvelles institutions financières étatiques dénommées fonds souverains qui, soit existaient déjà (la KIA date de 1953), soit ont été créés à cet effet. Dans ce contexte, l'investissement obligataire traditionnel cède le pas à un investissement actionnarial plus rentable mais plus risqué.

Deux conséquences majeures de cette nouvelle stratégie :

- la première, soulevée par le directeur du département des études du FMI, Simon Johnson, dans un article récent : « Les fonds spéculatifs améliorent sans doute l'affectation du capital dans le monde, mais peuvent également constituer un danger pour le système financier international ». L'amélioration effective de l'affectation du capital provient notamment de l'abondance de liquidités provoquée par l'arrivée des fonds souverains sur les marchés qui permet de peser à la baisse sur les taux d'intérêt ;
- la seconde, c'est la réaction des pays-cibles des fonds souverains qui hésitent entre un patriotisme financier et une attitude plus bienveillante. Aujourd'hui, crise financière mondiale aidant, les fonds souverains passent désormais, auprès de nombre d'États et d'institutions occidentales, comme des prêteurs en dernier ressort quand ils ne sont pas appréhendés comme des sauveurs potentiels par les firmes les plus en difficultés...

... qui cède le pas à une stratégie de puissance ?

Les pays de la zone n'ont pas, *a priori*, de stratégie de puissance géopolitique avérée¹⁷. L'une des raisons qui font penser que les fonds souverains de la zone n'ont pas de stratégie de puissance est que ceux-ci sont souvent gérés par des financiers occidentaux. Cela ne les empêche pas de chercher à rayonner en se positionnant sur des domaines stratégiques. Leur objectif est clairement une maximisation du profit

avec une minimisation des contraintes éventuelles résultant notamment d'une participation active à la gestion des entreprises-cibles.

Les pays cibles paraissent ne pas croire à la théorie de la stratégie de puissance, au vu de leur position de plus en plus favorable à cet apport de capitaux frais pour renforcer la santé des entreprises d'accueil.

*Face à la crise, va-t-on vers une redéfinition
du rôle des fonds souverains ?*

La hiérarchie des objectifs des fonds souverains...

Deux objectifs apparaissent prioritaires :

- assurer une gestion active de l'épargne publique dans une perspective de long terme pour les générations futures et pour préparer l'après-pétrole ;
- lisser le cycle pétrolier : réceptacle des liquidités en cas de cycle haussier et trésorier de l'État en cas de chute des prix.

Toutefois, pour des raisons de crédibilité de politique économique, le second objectif n'est pas affirmé avec la clarté et la détermination du premier.

... pourrait être repensée face à des circonstances économiques exceptionnelles

105

La crise financière mondiale peut constituer un événement suffisamment grave pour réorienter l'action des fonds souverains. D'ores et déjà, plusieurs de ces fonds ont été appelés à la rescousse au Koweït (la KIA est intervenue récemment pour soutenir les sociétés d'investissement en difficulté, la Bourse et aider à la recapitalisation de Gulf Bank qui a enregistré des pertes de l'ordre de 1,5 Md\$) et au Qatar (rachat par la QIA de 20 % des titres des banques listées pour soutenir leurs cours). Aux Émirats, l'ADIA pourrait être amenée à fournir une aide budgétaire afin d'assurer le financement de projets prioritaires. L'opinion publique de ces pays est d'ailleurs particulièrement sensible à cette intervention, ne voyant pas comment ces instruments qui ont renfloué des établissements étrangers pourraient rester inactifs face aux difficultés que traversent leurs propres économies.

Dans un tel cas de figure, la contrainte pourrait être atténuée, la chute des revenus pétroliers étant contrebalancée par la mise à disposition de capitaux supplémentaires en provenance des fonds souverains. Dans une telle hypothèse, ces fonds serviraient à lisser l'impact des cycles pétroliers sur les finances publiques dans une perspective d'arbitrage plus souple entre leurs deux objectifs. Il faut noter que ces fonds ne disposent pas tous des mêmes moyens d'intervention¹⁸ : avant les dépréciations d'actifs de l'automne, l'ADIA disposait au moins de

600 Md\$ tandis que le Qatar ne peut mobiliser que quelques 60 Md\$ à 70 Md\$.

Une autre limite à ce raisonnement touche à la part des actifs liquides dans les avoirs des fonds. Les montants affichés par l'ADIA, la KIA ou la QIA représentent la totalité des actifs détenus (*total assets*) et non la masse d'argent liquide (*cash*) à disposition. Celle-ci est nettement plus modeste¹⁹, situation qui obère d'autant leur réelle capacité de se substituer, d'une part, à la chute des revenus externes et, d'autre part, aux sorties massives de capitaux.

Face à ce contexte, la question qui se pose est celle de la place qu'occuperont les fonds souverains dans la nouvelle architecture financière mondiale actuellement en gestation.

NOTES

106

1. Walras L., *Éléments d'économie pure*, Payot 1874.

2. Mais qui n'est pas indépendante de la précédente puisqu'elle l'accroît.

3. Le Koweït peut en apparence faire figure d'exception puisque depuis le 20 mai 2007, l'ancrage au dollar a été officiellement abandonné au profit de l'ancrage à un panier de monnaies dont la composition n'a pas été révélée. En revanche, la très faible variation du dinar koweïtien par rapport au dollar depuis cette date indique que dans le panier de devises qui sert de pivot, le dollar américain se voit affecter un coefficient important.

4. En tant qu'offreurs ils sont présents par les obligations qu'ils mettent sur le marché.

5. Perdant le monopole de la puissance publique cher à Max Weber. Si l'on regarde de plus près, en effet, les chiffres parlent d'eux-mêmes : que pèsent les 1 000 Md\$ détenus par les pays du Moyen-Orient dans la valeur totale des actifs financiers mondiaux qui s'élève à 165 000 Md\$?

6. Les fonds souverains n'ont pas, par exemple, recours aux techniques d'effets de levier (investissement avec un fort taux d'endettement) et comme il s'agit d'États, leur horizon temporel est infini.

7. La KIA serait sans doute encore plus riche si 100 Md\$ n'avaient pas été ponctionnés sur son budget pour financer la reconstruction après la première guerre du Golfe.

8. Les initiales GEA signifient : Global Engineering Alliance.

9. DIC est un fonds officiellement privé, mais géré par un opérateur pour le compte de la famille au pouvoir.

10. Tussauds Group est, depuis 2007, avec sa nouvelle maison-mère Merlin Entertainments, le second groupe de loisirs au monde derrière la division parcs à thèmes de Disney.

11. Il existe également trois fonds d'investissement : le Petroleum Reserve Fund administré par le ministère des Finances pour le compte de la société d'État Oman Oil Company (OOC) dont il dépend ; le Contingent Fund (fonds de stabilisation) et le Project Financing Account. Il devrait être remplacé par un nouveau fonds, l'Oman Investment Fund, qui sera un fonds à la gestion indépendante, comme le SGRF.

12. Le taux de rentabilité des montants gérés par la KIA s'est élevé sur l'année 2007 à près de 13,5 %.

13. Propriétaires d'Isthismar et de DIC.

14. Un exemple souvent cité par la famille régnante, la Fondation Bill Gates qui, bien que gérant plusieurs milliards de dollars, ne saurait être qualifiée de fonds souverain.
15. Japon et Union européenne en étant les principaux.
16. Comme l'énonce l'économiste Nouriel Roubini dans *Project Syndicate* : « Après tout, pourquoi investir dans des bons du Trésor américain avec un médiocre rendement de 5 %, des bons allemands avec un rendement de 4 % et des obligations du gouvernement japonais qui ne rapportent que 0,5 % quand on peut acquérir des entreprises étrangères, investir dans des valeurs réelles, dans les marchés boursiers ou dans des obligations d'entreprises à hauts rendements ? ».
17. En réalité et pour être tout à fait clair, les stratégies d'investissement des fonds souverains sont inconnues avec précision.
18. Ne sont pas mentionnés ici les fonds plus modestes d'Oman (State General Reserve Fund - près de 10 Md\$) et de Bahreïn (Mumtalak - près de 13 Md\$).
19. Nombre d'analystes l'estiment à moins de 10 % de la totalité des actifs annoncée.

