

Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique
Université Mouloud MAMMERI, Tizi-Ouzou
Faculté des Sciences Economiques, Commerciales et des Sciences de Gestion
Département des Sciences Economiques



Thèse de Doctorat es Sciences Economiques

Thème :

**Les fonds souverains, véhicules
d'investissement au service des générations
futures et du développement économique**

Présentée par :

BOUCHAKOUR Souad

Devant le jury composé de :

- Mr GUENDOUDI Brahim, Professeur à l'UMMTO, Président ;
- Mr AIT TALEB Abdelhamid, Professeur à l'UMMTO, Rapporteur ;
- Mr OUALIKENE Selim, Professeur à l'UMMTO, Examineur ;
- Mr CHABI Tayeb, Professeur à l'UAM de Bejaia, Examineur ;
- BOUFEDJI Abdelouahab, MCA à l'UMB de Boumerdès ;
- KOLLI Mohamed, MCA à l'UMB de Boumerdès ;

Année universitaire 2020/2021

Remerciements

Je tiens en premier lieu à exprimer ma profonde gratitude à mon Directeur de recherche, le Professeur AIT TALEB Abdelhamid de l'université Mouloud MAMMERY de Tizi-Ouzou, pour ses encouragements et ses orientations.

Je tiens aussi à remercier tous les enseignants et les ATS de la Faculté des Sciences Economiques, Commerciales et des Sciences de Gestion, Université Mouloud MAMMERY, Tizi-Ouzou.

Je suis également redevable envers toutes les personnes qui m'ont aidé de près ou de loin pour mener à bien ce travail.

Enfin, je remercie ma famille pour leur aide et encouragements durant toute la période consacrée à cette thèse.

SOMMAIRE

Introduction Générale.....	01
Chapitre I : Aperçu général sur les fonds souverains.....	06
Section 1 : Présentation des fonds souverains.....	06
Section 2 : Les facteurs ayant permis l'apparition des fonds souverains.....	16
Chapitre II : Les fonds souverains face aux instabilités internationales.....	32
Section 1 : Les fonds souverains durant la période de la crise financière de 2008.....	32
Section 2 : Les fonds souverains après la crise de 2008.....	42
Chapitre III : L'allocation d'actifs : principes de base	53
Section 1 : Aperçu général sur l'allocation d'actifs	53
Section 2 : La sélection d'actifs.....	65
Chapitre IV : L'évolution de l'allocation d'actifs	77
Section 1 : La gestion des risques.....	77
Section 2 : L'allocation d'actifs à l'épreuve des crises financières	86
Chapitre V : L'analyse des stratégies d'investissements des fonds souverains à travers les cas de trois pays : Chine, Qatar et Abu Dhabi.....	99
Section 1 : Démarche méthodologique	99
Section 2 : Analyse des portefeuilles de fonds souverains des trois pays choisis.....	121
Chapitre VI : Possibilité de création d'un fonds souverain algérien : Simulation et orientations.....	130
Section 1 : Evolution et caractéristiques de l'économie algérienne.....	130
Section 2 : L'option de mise en place d'un fonds souverain algérien pour gérer les réserves de change : Faisabilité et simulation	138
Conclusion Générale.....	150
Bibliographie.....	154
Annexes.....	160
Liste des tableaux et figures.....	178
Table des matières.....	181

Introduction Générale

Introduction Générale

La globalisation financière correspond à des transformations ayant affecté les principes de fonctionnement de la finance au niveau international. Ces transformations associent étroitement la libéralisation des systèmes financiers et l'intégration internationale. La globalisation financière se caractérise par une grande mobilité internationale des capitaux rendue possible par le développement des moyens de télécommunications, les innovations financières et la déréglementation. La déréglementation, qui fait partie de ce qui est appelé les 3D¹, est l'abolition des réglementations relative à la circulation des capitaux au niveau international. Cette abolition a conduit à une forte intégration des marchés financiers internationaux et a permis aujourd'hui l'essor des investisseurs institutionnels, tels que les fonds spéculatifs, les fonds communs de placement, les assurances, les fonds de pension et enfin les fonds souverains.

Les Fonds souverains qui étaient pourtant longtemps discrets, ont pu attirer l'attention sur les marchés financiers, suite à leurs investissements importants dans les institutions financières internationales fragilisées par la crise financière mondiale. Ils sont devenus donc par leur comportement, qui a suscité parfois craintes et hostilités, un phénomène très surveillé sur ces marchés. En effet, au début de la crise financière de 2008, les pays occidentaux les ont considérés d'abord comme envahisseurs, venus prendre leurs technologies et détruire leurs entreprises. Par la suite, vers la fin de l'année 2008, les craintes de ces pays se sont relativement dissipées suite à leurs besoins en matière de capitaux engendrés par la crise de la dette en Europe. Ils ont alors tenté de les séduire vers leurs pays.

Les fonds souverains sont des fonds d'investissements appartenant à des Etats souverains, auxquels ils assignent des objectifs qui guident leurs stratégies d'investissement. Ils sont financés pour la plupart par les excédents d'exportation des matières premières, telles que les hydrocarbures² et les surplus d'exportation de biens et services pour le reste³.

Même si le monde les a découverts il y a seulement quelques années, leur existence est beaucoup plus ancienne ; elle remonte aux années cinquante. Les premiers fonds ont été créés par les britanniques dans leurs colonies (Koweït et les îles Kiribati) pour gérer les excédents du compte courant issus des exportations de matières premières. Après le premier choc pétrolier, d'autres pays ont suivi l'idée et des fonds importants ont vu le jour. Aujourd'hui, il en existe plus d'une cinquantaine à travers le monde, gérant environ 5951 milliards USD en 2020⁴.

La question de création d'un fonds souverain algérien pour gérer les réserves de change d'une manière active, s'est posée et a suscité des débats en 2009 au moment où le pays en a accumulé environ 194 milliards de dollars en 2014 grâce à la hausse des prix du pétrole. En

¹ 3D : déréglementation, décloisonnement et désintermédiation.

² Le plus grands FS au monde est le fonds norvégien « GPF-G » avec 1122,11 milliards USD d'actifs sous gestion en 2020 d'après le site : www.swfinstitute.org , consulté le 17/01/2021.

³ Le « China Investment Corporation » gère selon la source citée plus haut environ 1045.715 milliards USD

⁴ www.swfinstitute.org, consulté le 17/01/2021

ce moment-là, en avançant comme argument la sécurité et la protection, les pouvoirs publics ont rejeté l'idée de mise en place d'un tel fonds actif. Aujourd'hui, après plus d'une décennie, nous constatons que le niveau des réserves algériennes a fortement baissé utilisées exclusivement pour financer les importations.

Les fonds souverains sont classés selon le mode de financement et l'objectif. La première classification, donne deux types de fonds : fonds de matières premières et des fonds hors matières premières. Quant à la deuxième, elle prend en considération l'objectif recherché par ces derniers. Cette classification fait ressortir donc quatre types de fonds : fonds de stabilisation ; fonds d'épargne pour les générations futures ; fonds d'épargne pour les retraites ; et enfin des fonds de développement. Dans ces cas, les Etats confient une partie de la richesse du pays à ces fonds, qui mettent en place des stratégies d'investissement, répondant aux objectifs déjà fixés. Ces fonds ont des comportements d'investissement différent, les fonds dit de stabilisation sont connus pour être prudents, n'investissant que dans les actifs sûres, telles que les obligations d'Etat, tandis que les autres, sont très actifs, investissant beaucoup sur les marchés financiers et prennent des risques. Cette diversité dans les comportements d'investissement, a suscité beaucoup d'intérêt et fait l'objet de plusieurs études, chacune sous un angle bien déterminé. Elles ont conclu que ces fonds agissent de la même manière que les autres investisseurs institutionnels (Kotter et Le, 2010 ; Bernstein et al, 2009 ; Micelli, 2011 Johan et al, 2010). Par conséquent, leur objectif principal est la recherche de rendements ajustés au risque, comme c'est le cas des autres investisseurs institutionnels. Toutefois, dans d'autres études (Dyck et Morse, 2011), un autre objectif beaucoup plus stratégique, paraît expliquer une grande partie de la composition de leurs portefeuilles.

Problématique

L'analyse des fonds souverains nécessite de se pencher d'abord sur leur financement. En effet, ces fonds sont financés, par un transfert d'une partie ou de la totalité des réserves de change du pays. Les excès de ces réserves sont mis de côté ; ce qu'on appelle dans le jargon économique l'épargne. Il s'agit en fait, de l'épargne de l'Etat qui est mise dans ces fonds. Cette dernière doit être mieux fructifiée, ce qui renvoie à la recherche de rendements plus ou moins élevés. Pour cela, il faudrait prendre des risques et fixer des horizons temporels plus ou moins longs. Toutefois, l'épargne sert en premier lieu, à faire face aux éventuels problèmes de déséquilibres conjoncturels qui nécessitent une disponibilité de liquidités. Dans ce cas, l'horizon temporel doit être court avec un risque faible. Ajoutant à cela, les investissements qui doivent répondre à des objectifs de développement arrêtés par leurs gouvernements. Cet état de fait, nous amène à poser le questionnement suivant :

Les fonds souverains peuvent-ils constituer un vecteur de développement économique de leurs pays d'origine, tout en agissant comme des investisseurs institutionnels ?

De ce questionnement principal, découle les questions secondaires suivantes :

1. Les fonds souverains adoptent-ils vraiment les mêmes stratégies d'investissement que les autres types de fonds d'investissement ?
2. Comment les fonds souverains concilient-ils entre les objectifs de rendement et de développement économique ?
3. Le choix de l'Algérie en matière de gestion de ses réserves de change est-il vraiment bien justifié ?

Pour mieux cerner notre problématique, nous avons émis trois hypothèses :

- **Hypothèse 1 :** Comme l'objectif principal de tout investissement est la recherche de rendements ajustés aux risques, les stratégies de placement des fonds souverains ne peuvent pas donc être différentes de celles des autres fonds d'investissement.
- **Hypothèse 2 :** Les fonds souverains réalisent des investissements stratégiques qui peuvent aider la réalisation des objectifs tracés par les politiques économiques de leurs Etats respectifs. Ainsi, d'autres objectifs beaucoup plus stratégiques peuvent être intégrés, ce qui n'est pas le cas des autres investisseurs institutionnels.
- **Hypothèse 3 :** La stratégie de gestion prudente des réserves de change adopté par les pouvoirs publics algériens est la plus adéquate afin de les protéger des risques que peuvent engendrer les investissements sur les marchés internationaux.

Objectif de la recherche

La gestion traditionnelle des réserves de change menée par les banques centrales, sont connues pour être prudente, placée généralement dans des titres d'Etats de bonne qualité, même si leurs rendements sont faibles. En dehors des fonds de stabilisations, dont la gestion ressemble à celle des banques centrales. Les autres fonds (épargne et développement) prennent des risques en élargissant leur univers d'investissement au-delà des obligations d'Etats, dans le but d'atteindre les objectifs qui leurs sont fixés par les autorités de leurs pays d'origine. Afin de mieux comprendre et enrichir nos connaissances sur le sujet, nous avons décidé d'analyser cette manière plus active et plus risqué de gérer les réserves de change.

Structure

Pour répondre aux questions posées précédemment, nous avons opté pour l'analyse de la stratégie d'investissement des fonds souverains, à travers l'étude de leur allocation d'actifs stratégique. Pour ce faire, nous avons structuré notre travail en six chapitres.

Pour les besoins de l'analyse de cette stratégie d'investissement, le premier chapitre sera consacré à la présentation des aspects essentiels relatifs à ces fonds. Ce chapitre sera

composé donc de deux sections. Dans la première, nous présenterons les définitions, les types et l'évolution historique des fonds souverains. La deuxième, portera sur l'analyse des raisons ayant poussé les gouvernements à créer ce type de fonds.

Le deuxième chapitre traitera de la situation de ces fonds face aux diverses instabilités de l'économie mondiale. Etant donné que ces fonds interviennent massivement sur les marchés internationaux, dont les instabilités n'ont pas cessés de frapper ces derniers depuis la crise financière de 2008. La première section s'intéressera donc aux investissements de ces fonds durant la période de la crise financière et les réactions internationales à ces derniers. Quant à la deuxième section, elle tracera leur comportement durant les différents épisodes d'instabilités.

Dans le troisième chapitre, nous aborderons les principes de base de l'allocation d'actifs stratégique. L'investissement sur les marchés internationaux ne se fait pas au hasard mais il doit respecter des principes qui permettent une meilleure composition des portefeuilles en actifs financiers. Nous commencerons donc ce chapitre par un aperçu général relatif à l'allocation d'actifs dans la première section, puis dans la deuxième section, nous détaillerons les principes de sélection d'actifs.

Le quatrième chapitre, traitera de l'évolution de l'allocation d'actifs. La première section de ce chapitre, présentera les risques auxquels sont exposés les portefeuilles d'actifs et les outils de leur gestion. Quant à la deuxième section, elle s'intéressera à l'évolution de l'allocation d'actifs durant les différentes périodes de crises.

La partie théorique de notre travail de recherche correspondra aux quatre premiers chapitres. Les connaissances accumulées dans cette partie, nous permettront de réaliser donc, dans le chapitre cinq, une analyse pratique de la stratégie d'allocation d'actifs des fonds souverains de trois pays, à savoir : le Qatar, la Chine et l'Emirat d'Abu Dhabi. Dans la première section, nous présenterons les différentes études antérieures en rapport avec notre sujet et la démarche méthodologique adoptée, puis dans la deuxième section, nous analyserons les portefeuilles des fonds souverains de ces pays, à travers leurs investissements annoncés depuis leur création jusqu'à 2019.

Enfin, dans le sixième et dernier chapitre, nous tenterons d'aborder le cas de l'Algérie, qui n'a pas opté pour l'option de création d'un fonds souverain, au moment où d'importantes réserves de change ont été accumulées. Nous commencerons par une présentation des caractéristiques de l'économie algérienne dans la première section, puis dans la seconde section, nous réaliserons une simulation sur une éventuelle création d'un fonds souverain algérien et son impact sur la situation économique actuelle de notre pays.

Chapitre I :

Aperçu général sur les fonds souverains

Chapitre I : Aperçu général sur les fonds souverains

Comme nous l'avons souligné dans l'introduction, la globalisation financière a permis l'essor que connaissent aujourd'hui beaucoup d'investisseurs sur les marchés internationaux. Parmi ceux-là, il y a les fonds souverains qui sont créés par des pays différents sur tous les plans : économique, social et culturel.

La création des fonds souverains n'est pas récente. Elle remonte à plusieurs décennies. Néanmoins, ils n'ont jamais eu autant de notoriété. Cela s'explique d'un côté, par leur taille croissante suite à la hausse des prix des matières premières et des excédents commerciaux. De l'autre côté, par leurs importants investissements durant la crise financière mondiale.

Dans ce premier chapitre, nous allons présenter ces fonds, leur définition, taille et évolution historique. Puis analyser les facteurs ayant permis leur émergence ainsi que leur développement.

Section1 : Présentation des fonds souverains

La taille des fonds souverains fait l'objet d'estimation depuis 2007. Leurs investissements sont suivis de près, par les médias internationaux spécialisés¹ et font l'objet d'étude par beaucoup de chercheurs. Dans cette section, nous allons donner un aperçu général sur ces fonds depuis leur apparition.

1.1. Définition et caractéristiques

Bien que les fonds souverains soient un phénomène assez ancien (le premier fonds a été créé par le Koweït durant les années cinquante), le terme « fonds souverain » ou « *sovereign wealth funds* » en anglais n'est apparu que récemment. Il a été utilisé pour la première fois en 2005, par Andrew Rozanov dans un article intitulé « Qui détient la richesse des nations ? »². Par la suite, le terme s'est généralisé et utilisé par différents auteurs ayant abordé cette thématique.

En réalité, il n'y a pas une définition communément acceptée des fonds souverains. En effet, diverses définitions ont été données par des institutions internationales, tel que le FMI, et par des chercheurs universitaires qui se sont penchés sur le sujet. Nous allons présenter dans ce qui suit certaines de ces définitions.

Selon Andrew Rosanov « Les fonds souverains sont des produits dérivés des excédents budgétaires nationaux accumulés durant des années, dus à des situations macro-économiques, fiscales, et commerciales favorables, combinées avec une planification budgétaire à long terme et des dépenses restreintes. Ces fonds sont mis en place pour les objectifs suivants : protéger le budget et l'économie des excès de volatilité dans les revenus ; aider les autorités monétaires à stériliser les liquidités indésirables ; mettre en place une épargne pour les générations futures ; utiliser les fonds pour le développement économique et social. »³

¹The deal story of 2008, will the US get LBOed paru dans «The wall street journal (21/11/2007) », The invasion of the sovereign wealth funds paru dans «The Economist le 17/01/2008», Sovereign wealth funds concerns overblown paru dans Reuters .

² Rosanov Andrew, Who holds the wealth of nations? Dans Bouchakour S. (2010), Création et gestion des fonds d'investissements : cas des fonds souverains, mémoire de magistère, université Mouloud Mammeri, p27

³ Idem

Le Fonds Monétaire International quant à lui définit les fonds souverains comme « des fonds d'investissement créés ou détenus par un gouvernement, mis en place pour réaliser divers objectifs macroéconomiques. Ils sont communément financés par le transfert de réserves de change, qui sont investies à l'étranger et à long terme »⁴

Pour Mckinsey Global Institute « Les fonds souverains ont des portefeuilles diversifiés composés d'actions, de titres à revenus fixes, immobilier, dépôts en banques, et des investissements alternatifs tels que les hedge funds et les fonds de private equity »⁵

Quant au Sovereign wealth fund Institute « Un fonds souverain est un fonds d'investissement appartenant à l'Etat. Il investit dans des actifs financiers tels que les actions, obligations, immobilier et autres instruments financiers. Ce fonds est financé par les avoirs en devises étrangères, qui peuvent inclure : les excédents de balance de paiement, les opérations officielles sur le taux de change, produits de privatisation, excédents fiscaux, et/ou des revenus d'exportation de matières premières. Les fonds souverains peuvent être structurés comme fonds, pool, ou société. La définition des FS exclu les réserves détenues par les autorités monétaires pour des objectifs de balance de paiement et de politique monétaire, les entreprises publiques et les fonds de pension publics »⁶

Selon Christopher Balding « Les fonds souverains sont un ensemble d'actifs détenus et gérés directement ou indirectement par les gouvernements, pour atteindre des objectifs nationaux. Ils peuvent être financés par : des réserves de change ; la vente des ressources rares ; des revenus fiscaux ou autres. Il y a un nombre d'objectifs potentiels des fonds souverains qui ne sont pas faciles à attribuer à un fonds particulier et certains peuvent avoir plus d'un. Certains de ces objectifs sont : diversifier les actifs ; avoir de meilleurs rendements sur les actifs ; assurer les retraites pour le future ; assurer l'avenir aux générations futures lorsque les ressources naturelles s'épuiseront ; la stabilisation des prix ; promouvoir l'industrialisation ; et enfin promouvoir des objectifs stratégiques et politiques »⁷

Selon Steffen Kern « Les fonds souverains sont des fonds d'investissement détenus par l'Etat. Ils sont communément financés par le transfert des avoirs en devises, qui sont mis en place pour servir des objectifs de fonds de stabilisation, de fonds de réserves pour les générations futures, de fonds de développement, de fonds de réserves pour les retraites en investissant ces fonds à long terme et souvent à l'étranger »⁸.

De toutes ces définitions, nous retenons les éléments suivants :

- Dans le cas des fonds souverains, trois éléments essentiels se réunissent marquant ainsi leur rattachement à leur Etat d'origine. Ces éléments sont : le fait qu'ils soient créés par l'Etat, contrôlés par l'Etat et alimentés par les ressources de l'Etat. C'est généralement

⁴ Allen. M, Caruana. J (2008), Sovereign Wealth Funds, IMF, Policy paper, p4.

⁵ Boer.k, Farell.D, Figuee.C, Lund.S, Thompson.F, Turner.J (2008), The Coming Oil Windfall in the Gulf, Mackinsey Global Institute, p8.

⁶ www.swfinstitute.org, consulté le

⁷ Balding. C (2008), A portfolio analysis of sovereign wealth funds ,University of California, p2

⁸ Kern S (2008), Sovereign wealth funds and foreign investments policies, Deutsch Bank Research, p 2.

une loi nationale qui les institue, à l'image du « Government Pension Fund Act » pour le fonds norvégien et « Korea Investment Corporation Act »⁹.

- Concrètement, un fonds souverain est un portefeuille d'actifs détenu par un Etat souverain. Si on se réfère à la signification de l'actif (voir la définition dans le chapitre 3), il englobe d'une manière générale, non pas uniquement les actions et obligations, mais aussi les matières premières, l'immobilier et surtout les liquidités. Les liquidités comprennent les dépôts bancaires ainsi que les titres des marchés monétaires, à savoir les obligations d'Etat à court terme tels que les bons du Trésor. A partir de là, nous pourrions considérer que les réserves de change sont-elles mêmes des fonds souverains, étant donné qu'elles sont aussi détenues sous cette forme. Cependant, ce qui est considéré comme fonds souverains, c'est tout ou une partie de ces réserves transférée dans des structures spéciales avec des règles spéciales que les pays ont créé afin qu'elles soient investies, d'une manière à répondre à des objectifs fixés par l'Etat.
- Ces structures sont créées sous différentes formes, certaines ont un statut juridique tandis que d'autres non. Certains fonds n'ont pas de personnalité juridique, tels que le fonds norvégien, le fonds canadien d'Alberta, le fonds chilien et celui d'Arabie Saoudite. Ces fonds dépourvus de personnalité morale, sont généralement placés sous le contrôle du ministère des finances qui définit la politique d'investissement. Quant à leur gestion, elle se fait par la banque centrale ou une agence gouvernementale¹⁰. D'autres, ont une personnalité morale distincte du gouvernement et de la banque centrale. Cette catégorie de fonds se subdivise en deux types : des entités de droit public comme le KIC de Corée du Sud, KIA du Koweït, QIA du Qatar ou ADIA d'Abu Dhabi, et des entités de droit privé, régies par le droit commun des sociétés ou des lois spéciales, c'est le cas des fonds chinois CIC et les fonds singapouriens Temasek et GIC. Ces fonds dotés de personnalité morale sont généralement dirigés par un conseil d'administration, dont les membres sont nommés par le ministre des finances ou un autre membre du gouvernement¹¹.
- La gestion des actifs de ces fonds se fait de deux manières, en interne ou par des prestataires externes. Certains fonds ont des capacités internes importantes, comme la Norvège et le Singapour, tandis que d'autres, font appel à des gestionnaires d'actifs extérieurs, essentiellement occidentaux, pour la gestion de tout ou d'une partie de leurs actifs, à l'image des fonds du moyen orient et chinois.

Enfin pour résumer tout ce qui a été présenté, nous pourrions définir les fonds souverains comme étant des véhicules d'investissement ou des fonds d'investissement appartenant à des Etats souverains. Ces Etats transfèrent tout ou une partie de leurs réserves de changes vers ces fonds, afin qu'ils soient investis de manière à répondre aux objectifs qui leur sont fixés au préalable.

⁹ Bismuth. R (2010), Les fonds souverains face au droit international : Panorama des problèmes juridiques posés par des investisseurs peu ordinaires», *Annuaire français de droit international*, CNRS Editions, Paris, pp 567-606.

¹⁰ Bertin Delacour. C (2009), Les fonds souverains, ces nouveaux acteurs de l'économie mondiale, Editions les Echos, Paris, p 56.

¹¹ Idem, p 57.

1.2. Les types de fonds souverains

En plus des diversités en matière de forme juridique, les fonds souverains présentent d'autres différences, en matière de source de financement et d'objectifs. Ainsi, deux types de classifications peuvent être donnés à ces fonds : une classification selon la source de financement et une autre selon les objectifs.

1.2.1. Selon la source de financement

On considère deux catégories de fonds, des fonds de matières premières et d'autres hors matières premières.

1.2.1.1. Les fonds de matières premières (Commodity funds)

Ces fonds sont exclusivement financés par les excédents d'exportation de matières premières, le pétrole et le gaz en grande partie dans le cas le fonds norvégien et les fonds du Golfe, le cuivre pour le Chili, le phosphate pour les îles Kiribati et Diamant pour le Botswana.

1.2.1.2. Les fonds hors matières premières (Non commodity funds)

Ce sont des fonds financés soit par des excédents commerciaux (la Chine et de la Corée du sud), par les excédents budgétaires et produits de privatisation comme pour le Singapour.

1.2.2. Selon l'objectif

Les fonds souverains ont été créés pour certains objectifs. D'après Singh¹² ces objectifs sont : l'épargne pour les générations futures et pour les retraites, la stabilisation, le développement.

1.2.2.1. Les fonds de stabilisation

Ils sont souvent créés par des pays riches en ressources naturelles, afin de se procurer un support budgétaire et protéger l'économie nationale, contre la volatilité des prix de ces ressources sur les marchés internationaux. Ces fonds sont souvent créés durant la période de boom et épuisés quand les prix des produits exportés baissent, ou lorsqu'il y a pénurie de réserves. Le fonds de réserves Russe en est un parfait exemple.

1.2.2.2. Les fonds d'épargne pour les générations futures

Ces fonds sont mis en place par des gouvernements pour créer des richesses à long terme, afin de faire face à des besoins futures. Les sources de ces fonds sont l'exportation des matières premières. Pour ces pays, les fonds d'épargne leur permettront de transformer des actifs non renouvelables tel que le pétrole en actifs financiers, afin de protéger la richesse du pays et la sauvegarder pour les générations futures, comme c'est le cas d'Alaska Permanent Fund par exemple.

1.2.2.3. Les fonds de réserves pour les retraites

Ces fonds sont mis en place pour financer des dépenses de retraites publiques futures, détenus directement par les gouvernements. Toutefois, il ne faudrait pas les confondre avec les fonds de pension publics, car ce type de fonds souverains à l'image du fonds norvégien, australien et

¹² Singh. K (2008), Frequently Asked Questions about Sovereign Wealth Funds, Madhyam and The corner house, p6.

irlandais est créé pour faire face à d'éventuelles hausses des dépenses de retraites, car ce sont des pays confrontés au vieillissement de leurs populations.

1.2.2.4) Les fonds de développement

Certains gouvernements ont créé des fonds souverains pour réaliser des projets de développement, tels que les infrastructures au niveau national et régional. Ces fonds travaillent dans le but de réaliser les objectifs des politiques de développement de leurs gouvernements respectifs, à l'image du fonds Mubadala d'Abu Dhabi.

Certains fonds peuvent avoir plusieurs objectifs au même temps. Le fonds norvégien épargne non seulement pour les générations futures, mais également pour faire face à la hausse future des dépenses de retraite engendrée par le vieillissement de leur population. Quant au fonds du Qatar, il vise l'objectif d'épargne pour les générations futures et celui de développement, sans oublier l'objectif de stabilisation qu'on retrouve chez tous les fonds comme le montre le tableau suivant.

Tableau n°1 : Les fonds souverains selon la source de financement et l'objectif

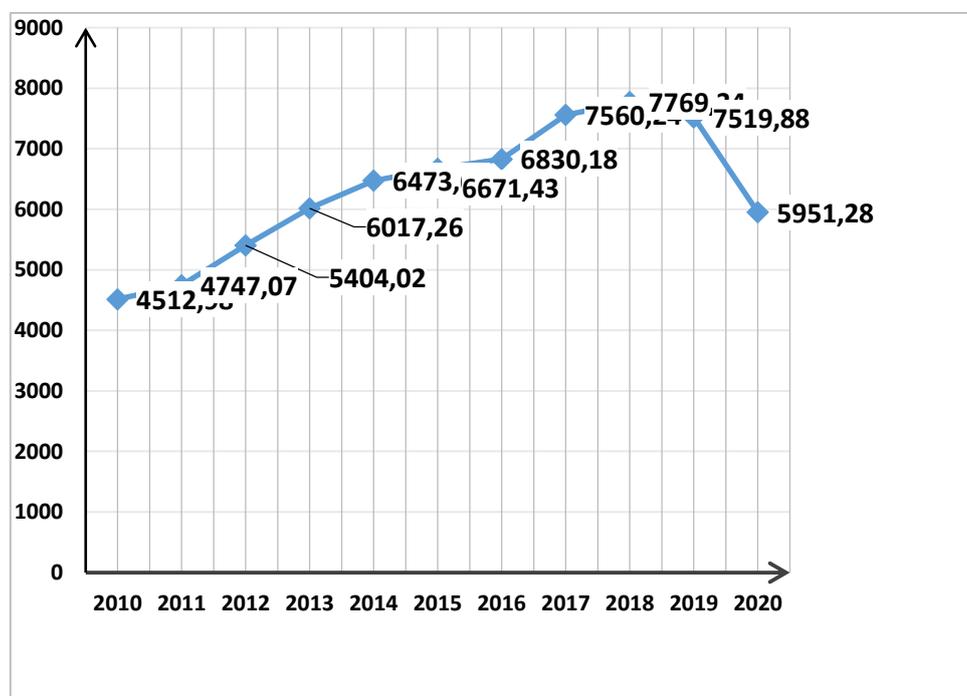
Objectifs	Sources	Excédents d'exportation de matières premières	Recettes fiscales	Excédents commerciaux et autres
Stabilisation des revenus		Russie : Reserve fund Kuwait : Kuwait Investment Authority Mexique : Oil Revenues Stabilization Fund		
Retraites publiques		Russie : National Welfare Funds Norvège : Government Pension Fund-Global	Australie : Future Fund Nouvelle Zélande : Superannuation Fund	
Développement		Mubadala Qatar : Qatar Investment Authority	Singapour : Temasek Holdings Malaysia : Khazanah Nasional Berhard	Chine: China Investment Corporation
Génération futures/Optimisation de la richesse ou rendement/risque		Abu Dhabi : ADIA Qatar : QIA	Singapour Government Investment Corporation	Singapour : GIC Chine : CIC Corée du sud : Korea Investment Corporation

Source : Adapté de Singh K, op.cit., p 16.

1.3. La taille et le nombre de fonds souverains

Les fonds souverains se sont imposés dans le monde comme des investisseurs importants, vu leur taille grandissante essentiellement lorsque les prix du pétrole étaient élevés. Leur montant d'actifs sous gestion n'a pas cessé d'augmenter. D'après les dernières estimations du site spécialisé dans le domaine *swfinstitute*, le montant de leurs actifs sous gestion a atteint 7519.88 milliards USD en 2019 puis descendu à 5951.28 milliards en 2020 comme le montre la figure n°1. D'après le site, près de 57% de ce montant provient des revenus issus des exportations de gaz et pétrole (ex : GPF-G, ADIA) et 43.% pour les autres sources (ex : CIC). Ces fonds financés par ces différentes ressources ont atteint des tailles très importantes comme le montre le tableau n°2.

Figure n°1 : L'évolution du montant des actifs sous gestion des fonds souverains en milliards USD durant la période 2010-2020



Source : Conçu sur la base des données du site www.swfinstitute.org.

Le graphe ci-dessus montre l'évolution des actifs sous gestion des fonds souverains à travers le temps, depuis 2010 jusqu'en 2020. Ces montants ne cessent d'augmenter, mais connaissent parfois des épisodes de baisses comme c'est le cas de 2020, où le montant a baissé de 7519.88 à 5951.28 milliards USD et cela est dû aux différents chocs pandémiques et pétroliers qui ont frappés l'économie mondiale.

Tableau n°2 : Les plus grands fonds souverains au monde

Nom du fonds	Pays d'origine	Date de création	Source de financement	Montant sous gestion (milliards USD) en 2020
Government Pension Fund- Global	Norvège	1990	pétrole	1122.11
China Investment Authority	Chine	2007	Excédents commerciaux	1045.715
Abu Dhabi Investment Authority	EAU	1976	pétrole	579.62
Kuwait Investment Authority	Koweït	1953	pétrole	533.65
Government of Singapore Investment Corporation	Singapour	1981	Excédents commerciaux et fiscaux	453.2
Qatar Investment Authority	Qatar	2005	Pétrole et gaz	295.2

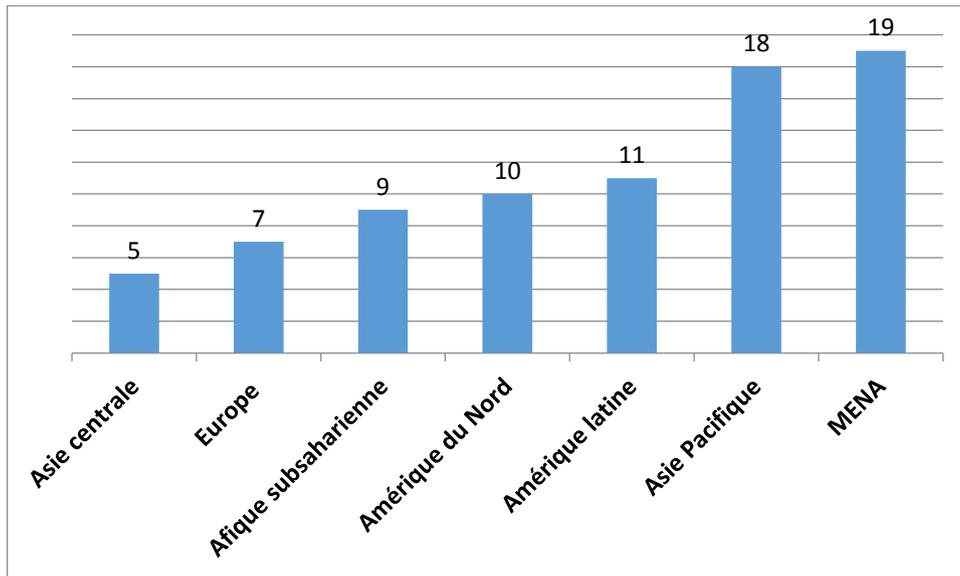
Source : Réalisé à partir des données du site www.swfinstitute.org, consulté le 13/01/2021.

Certains fonds souverains gèrent d'importants capitaux dépassant les milles milliards USD, comme c'est le cas du fonds norvégien (1122.11 milliards USD) et chinois (1045.715 milliards USD).

Aujourd'hui, il existe au moins 79 fonds souverains dans le monde. Ces derniers sont recensés à travers tous les continents. Le graphe n°2 donne la distribution géographique. La région MENA et l'Asie du pacifique sont en tête des régions ayant créés le plus grand nombre de fonds avec respectivement 19 et 18 fonds.

Pour l'Amérique du nord, où on a dénombré plusieurs fonds, il faudrait préciser qu'en dehors des deux fonds de l'Alberta et de l'Alaska, les autres appartiennent aux Etats Unis. Ils sont l'initiative des Etats séparément du Texas et l'Utah.

Les fonds souverains de la région MENA sont tous alimentés par les revenus des exportations de matières premières à l'instar des fonds d'Amérique latine, d'Amérique du nord et d'Afrique subsaharienne.

Figure n° 2 : Répartition géographique des fonds souverains dans le monde

Source : Etabli sur la base des données de www.swfinstitute.org, consultée le 20/03/2019.

1.4. Emergence et évolution historique des fonds souverains

Quand on regarde la réaction du monde à l'égard des fonds souverains en 2007 et 2008, on croirait presque que c'est un phénomène nouveau. Pourtant, ces fonds existent depuis bien longtemps mais n'ont pas été appelé fonds souverains, car ce terme n'a vu le jour qu'en 2005. Certains remontent l'apparition de ces fonds aux années 1800, où Texas Permanent School Funds a été créé et alimenté par les revenus pétroliers, et SITFO de l'Etat de l'UTAH alimenté par les royalties liées aux terres et les minéraux sont créés respectivement en 1854 et 1896.

Puisque l'histoire de ces fonds remonte à loin, nous avons décidé de la présenter par étapes, illustrées dans la figure n°3. Ces étapes seront classées par décennies et se caractérisent par les points suivants :

- La création des plus grands fonds souverains du monde ;
- Le nombre de fonds créés durant les différentes périodes.

Première période (1950-1959)

Cette décennie correspond à la première vague de fonds souverains apparue après la seconde guerre mondiale, au début des années 1950. L'administration coloniale britannique a pris l'initiative de mettre en place des fonds souverains dans ses colonies. Le Koweït alors colonie britannique, a créé son fonds souverain le « *Kuwait Investment Board* » à Londres en 1953 par Cheikh Abdullah Al Salem Al Sabah, pour investir les excédents de revenus d'exportation de pétrole, pour des objectifs de transfert de richesse entre générations. Plus tard, son nom a changé pour devenir l'actuel « *Kuwait Investment Authority* ». Sa politique d'investissement officielle a été mise en place par le ministère des finances après l'indépendance du Koweït en 1961¹³.

¹³ Sigh.K, op.cit. p 8

Le deuxième fonds, créé durant cette décennie a vu le jour dans le pacifique, dans une ancienne colonie britannique appelée les îles Gilbert (devenue République du Kiribati après son indépendance en 1979). Le « *Kiribati Revenue Equalization Fund* » a été créé en 1956, pour gérer les revenus d'exportation de phosphate (Guano), qui constituait environ 50% de ses revenus. L'objectif du fonds était de transférer la richesse entre les générations.

Au début, ce sont ces deux fonds qui ont été considérés comme premiers fonds créés durant les années 1950. Aujourd'hui et après des recherches, on a recensé d'autres tels que *SAMA Foreign Holdings* (Arabie Saoudite) créée en 1952 et *New Mexico Investment Council* créée en 1958 et financé par les revenus du gaz et du pétrole.

Période 2 (1960-1969)

D'après la revue de littérature existante dans ce domaine, aucun fonds n'a été créé durant cette décennie. Il convient de noter aussi que ceux créés durant les années 1950, se sont fait très discrets.

Période 3 (1970-1979)

Durant cette période, une deuxième vague de création de fonds souverains a vu le jour. D'importants fonds ont été créés. En 1974, le Singapour a créé le « *Temasek Holdings* » pour gérer les excédents fiscaux, suivi par l'Alaska et Abu Dhabi en 1976 qui ont créé leurs propres fonds afin de gérer les excédents de revenus d'exportation de pétrole.

Cette période a été marquée aussi par l'acquisition en 1974 par les libyens et Koweïtis des parts minoritaires dans les sociétés allemandes Daimler et Krupp, via des ventes privées des familles propriétaires. Ces investissements en capital vivement critiqués en Allemagne, furent transférés par la suite aux fonds souverains libyen et koweïti¹⁴.

Période 4 (1980-1989)

Durant cette décennie, le Singapour a créé un deuxième fonds « *Government of Singapore Investment Company* en 1981, la Libye a créé « *Libyan Arab Foreign Investment Company*). Deux ans plus tard, c'est-à-dire en 1983, le Brunei a créé son fonds appelé « *Brunei Investment Agency* ».

Cette décennie marquée par le krach boursier de 1987, a vu l'acquisition par le fonds koweïti de 21.7% de parts dans le capital de British Petroleum. Une opération qui a suscité beaucoup de critiques, allant jusqu'à pousser le gouvernement britannique à mettre la pression sur KIA pour ramener sa participation à 9.9%, ce qu'il fit à contre cœur l'année suivante¹⁵.

L'autre événement survenu également durant cette décennie, est la résiliation en 1968 d'un contrat du département de la défense US avec une des filiales de l'entreprise italienne FIAT, à cause de la participation du gouvernement libyen dans le capital de cette dernière à travers son fonds souverain¹⁶.

¹⁴ Ping. X, Chao C. (June 2009), The theoretical logic of sovereign wealth funds, p2, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1420618.

¹⁵ Singh K, op.cit. , p7.

¹⁶Knill. Al, Lee Bang. S, Manck. N (January 2009), « Sleeping with the enemy or an ounce of prevention: sovereign wealth funds investment and market destabilization », Florida State University, p1.

Période 5 (1990-1999)

L'année 1990 était très marquante pour l'histoire des fonds souverains. C'est durant cette année que le gouvernement norvégien a créé son fonds. A l'origine, c'était juste un fonds pétrolier, créé pour gérer les revenus d'exportation de pétrole de la mer du nord. En 2006, le fonds a changé de nom pour devenir l'actuel « *Pension Fund Global* », qui malgré son nom, il n'a pas d'obligation de payer les retraites qui sont plutôt payées par un fonds de pension surnommé « *National Insurance Scheme Fund* »¹⁷. En 1993, la Malaisie a créé le « *Khazanah National Berhad* » pour gérer ses excédents commerciaux et réaliser des investissements stratégiques.

Période 6 (2000-2009)

Le nombre de fonds a augmenté sensiblement durant cette période, car beaucoup de pays ont créé leurs fonds tel que le Qatar en 2003. Durant cette même année, la Russie a créé un fonds de stabilisation qui donnera naissance en février 2008 à deux autres fonds « *Oil Stabilization Fund* », et « *National Welfare Fund* ». A partir de 2005, d'autres fonds ont été créés suites aux prix record des matières premières et l'accumulation rapide des réserves de change. La Corée du sud a lancé son fonds en 2005 en lui transférant 17 milliards de dollars et la Chine en 2007 avec 200 milliards de dollars.

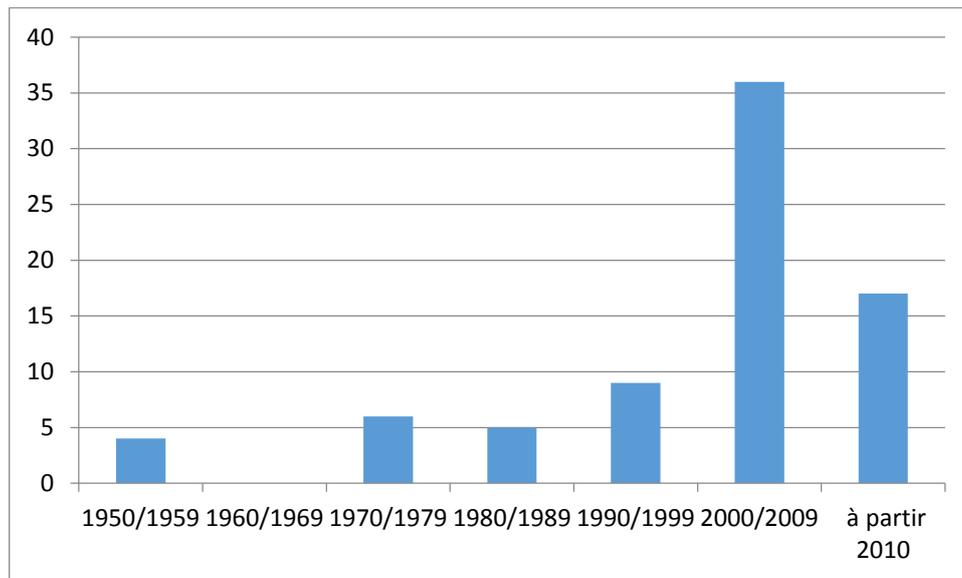
Après avoir été longtemps discret durant la décennie 1990, les fonds souverains reviennent sur la scène en 2001 lorsque le fonds malaisien *Khazanah Nasional* a acquis 100% d'United Engineers, un groupe d'entreprises de son pays, dans le plus grand achat d'entreprises cotées par un fonds souverain. En 2006, Temasek Holdings a acquis 49% de parts de l'entreprise de télécommunication thaïlandaise, vendues par la famille du premier ministre Takshin Shinawatra. Cette vente a suscité d'énormes controverses dans le pays. Quelques mois plus tard, Shinawatra a fait l'objet d'un coup d'Etat¹⁸. Durant cette même année, les fonds souverains se sont tournés vers le secteur financier occidental qui se trouvait alors en difficulté. Cette année-là, Temasek holdings a acquis 11.5% de Standard Chartered Plc en mars pour 40 milliards de dollars. Sept mois plus tard, il a augmenté sa part de 2.7% pour un milliards de dollars. Les choses ne se sont pas arrêtées ici, une vague d'acquisition d'institutions financières ont été réalisées par les fonds souverains, ce qui a suscité beaucoup de polémique autour d'eux.

Période 7 (à partir de 2010)

Beaucoup de fonds ont été créés à partir de 2010. En Afrique tel que le Ghana, Sénégal, Angola et autres. En Asie, l'Iran, la Turquie et la Mongolie. Cette période est riche en événements, car si la décennie précédente était caractérisée par des taux de croissances importants, et des niveaux de prix de pétrole élevés, ce qui a permis l'accumulation d'importantes réserves de change transférées aux fonds souverains, cette décennie connaît une toute autre situation. Un ralentissement de l'économie mondiale et par conséquent la baisse des exportations pour certains pays, tel que la Chine et aussi la chute vertigineuse des prix du pétrole qui ont atteint des niveaux très bas, ce qui a directement influencé ces fonds (tous cela sera traité dans le chapitre 2).

¹⁷ Singh. K, op.cit. , p 11.

¹⁸ Idem.

Figure n°3 : Evolution du nombre de fonds souverains sur différentes périodes

Source : réalisé à partir des données de swfinstitute.org, consultée 20/03/2019

Cette section a pour objectif de présenter les fonds souverains afin de mieux les connaître. Nous avons remarqué que ces fonds forment un groupe hétérogène, car leurs statuts juridiques, leurs modes de financement et leurs objectifs ne sont pas toujours les mêmes. Toutefois, ils sont réunis sous le même nom à cause d'un élément commun « l'Etat » ; ils sont créés par l'Etat, contrôlés par l'Etat et financés par les ressources de l'Etat.

Les fonds souverains sont financés par un transfert de tout ou une partie des réserves de change, qu'ils investissent dans différentes classes d'actifs et différents secteurs. La question qui vient alors à l'esprit et qui fera l'objet de la deuxième section est « quels sont les facteurs ayant permis l'émergence de ces fonds ? ».

Section 2 : Les facteurs ayant permis l'apparition des fonds souverains

Les fonds souverains trouvent leur origine dans l'accumulation de réserves en devises, dont une partie est transférée à ces derniers afin qu'ils soient gérés de manière à atteindre les objectifs, qui leurs sont fixés par les gouvernements de leurs pays d'origine.

Avant d'aborder le contexte et les facteurs ayant permis l'accumulation de ces réserves de change, ainsi que leur transfert vers ces fonds, il convient d'abord de définir ces réserves, leur objectif, puis étudier les raisons qui ont poussé les pays à les transférer vers ces fonds.

2.1. L'accumulation des réserves de change

L'économie mondiale a connu des changements rapides en termes de distribution de réserves internationales, qui sont la source principale des fonds souverains. Au début du 21^{ème} siècle, les banques centrales des pays développés détenaient 66% des réserves mondiales (essentiellement en or et en devises étrangères) et les pays en développement et émergentes détenaient 34%. Des décennies après, les choses ont changé. Les économies en développement et émergentes

détiennent aujourd'hui environ 60% des réserves, ce qui a fait des fonds souverains des investisseurs liquides dans un monde non liquide¹⁹.

2.1.1. La notion de réserves de change

Le sujet des réserves de change est un sujet qui ne date pas d'aujourd'hui. Mais il a gagné beaucoup d'importance ces dernières années pour deux raisons : leur niveau qui a augmenté d'une manière très importante et leur gestion de plus en plus diversifiée. D'après la BCE²⁰, trois motifs fondamentaux peuvent expliquer l'accumulation de réserves importantes, deux sont liées d'une certaine manière à la globalisation financière (le désir de s'assurer contre les crises financières, et la poursuite d'une croissance liée essentiellement aux exportations, par la plupart des pays asiatiques) à laquelle s'ajoute la hausse des prix des matières premières, le pétrole en particulier. Cependant, cette accumulation de réserves importantes engendre aussi des risques et des coûts.

2.1.1.1. Définition

D'après le FMI, les réserves internationales d'un pays se réfèrent aux « ...Actifs extérieurs que les autorités monétaires contrôlent directement, pour répondre à des besoins de financement de la balance des paiements et intervenir sur les marchés des change, afin d'influer sur le taux de change ainsi que d'autres besoins connexes (par exemple : maintenir la confiance dans la monnaie et dans l'économie et permettre d'emprunter à l'étranger »²¹

En générale, les réserves de change sont détenues dans le but de réaliser une série d'objectifs principaux²² :

1. Susciter et maintenir la confiance à l'égard des politiques de gestion monétaire et de change, y compris la capacité d'intervention pour soutenir la monnaie nationale ;
2. Limiter la vulnérabilité externe en maintenant des réserves liquides de change, afin d'absorber les chocs en temps de crise, ou lorsque l'accès au crédit est restreint. Cela pour :
 - Donner aux marchés l'assurance que le pays est en mesure de remplir ses obligations extérieures ;
 - Démontrer que la monnaie nationale est appuyée par des actifs extérieurs ;
 - Aider les pouvoirs publics à satisfaire leurs besoins en devise et à honorer les obligations liées à la dette extérieure ;
 - Conserver une réserve de précaution pour les cas de catastrophes naturelles ou d'urgence.

¹⁹ Agullera. R, Capapé. J, Santiso. J (2013), Sovereign Wealth Funds: A strategic governance view, ESADE ESADEgeo- Center for Global Economy and Geopolitics, p6.

²⁰European Central Bank, (2006) The accumulation of foreign reserves », Occasional paper series, N°43, p12

²¹ FMI, (2013), Réserves internationales et liquidité en devises, Directives d'emploi du formulaire type de déclaration des données, p3.

²² FMI (2001), Directives pour la gestion des réserves de change », <https://www.imf.org/external/np/mae/ferm/fra/guiddef.pdf>.

2.1.1.2. Gestion des réserves de change

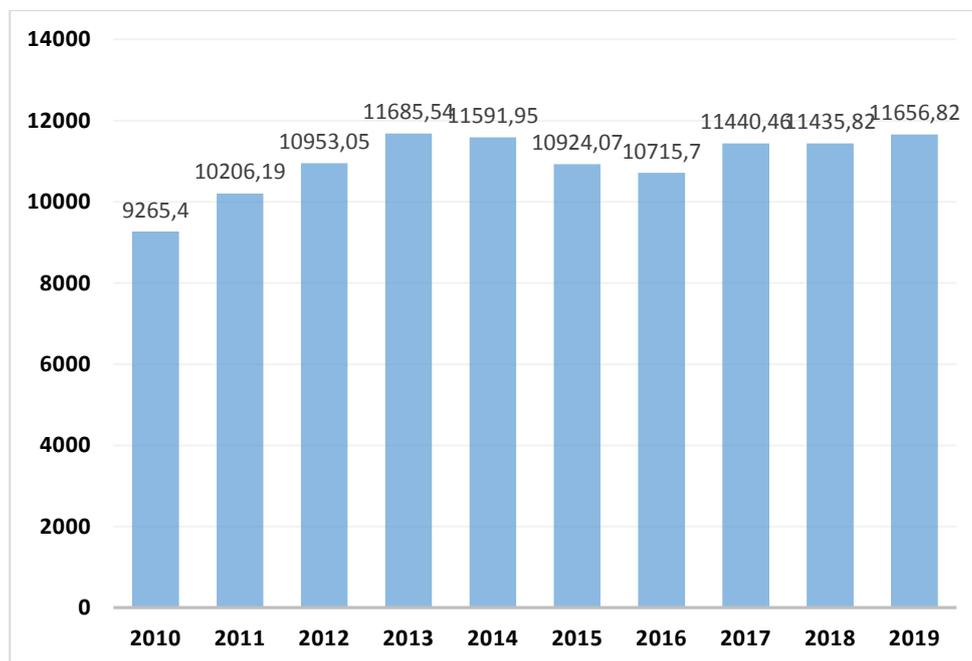
D'après le FMI²³, la gestion des réserves de change est le processus par lequel un montant adéquat d'actifs extérieurs du secteur public, est mis à la disposition et sous le contrôle des autorités, afin de leur permettre d'atteindre une série d'objectifs bien définis pour un pays. Elle vise à faire en sorte que :

1. Un montant adéquat de réserves internationales soit disponible pour atteindre certains objectifs définis ;
2. Les risques de liquidité, de marché et de crédit soient gérés de manière prudente ;
3. Compte tenu des contraintes de liquidité et des autres risques, les fonds affectés à la constitution des réserves aient un rendement raisonnable à moyen ou long terme.

2.1.1.3. Niveau des réserves de change internationales

D'après Christian Noyer²⁴ alors gouverneur de la banque de France, les réserves de change internationales ont augmenté et passé de 2000 milliards de dollar en 2001 à 5000 milliards de dollars début 2007. De ce montant la part des pays émergents asiatiques est passée de 600 millions à plus de 2 milliards USD. Les réserves ont augmenté de 200 à 300 millions USD par an depuis 2003. De plus, les réserves des pays exportateurs de pétrole ont augmenté en 2005 et 2006 de plus de 200 millions dollars par an.

Figure n°4 : Evolution des niveaux des réserves de change en milliards USD (2010-2019)



Source : réalisé à partir des données du FMI (data.imf.org)

²³FMI, Op-cit, pp 5-6

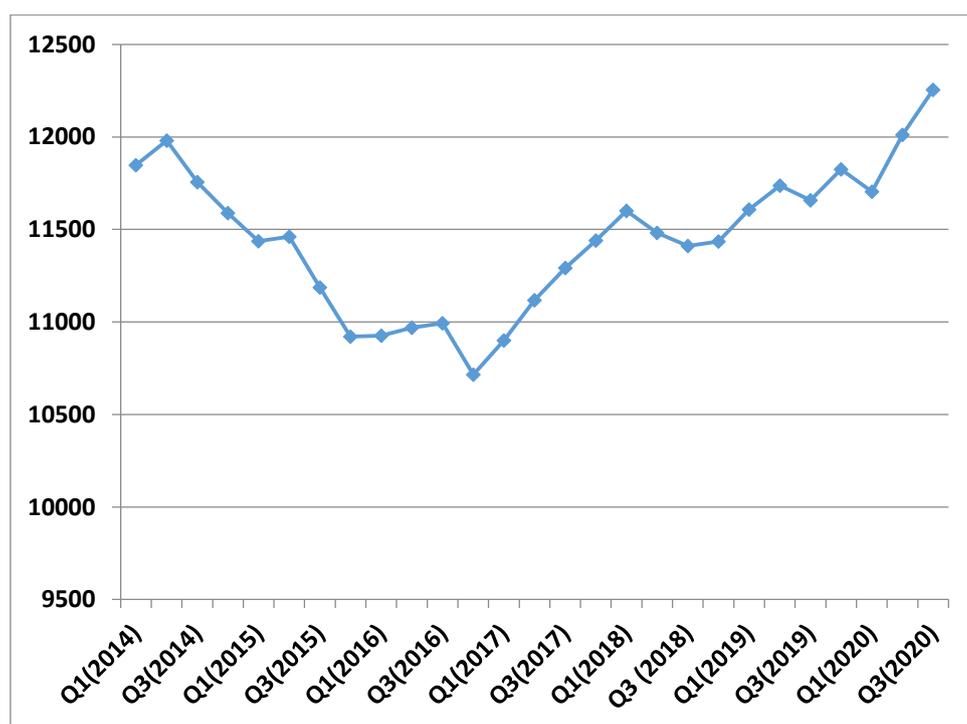
²⁴ Noyer.C (2007), Foreign reserve accumulation-some systemic implication, p1, <https://www.bis.org/review/r071024a.pdf>

D'après les données du FMI²⁵, le niveau des réserves de change mondiales a beaucoup augmenté depuis 2000. En dix ans (2000-2010), elles ont connu une hausse de 378.5%. Selon les dernières estimations du même organisme, ces réserves sont estimées en 2019 à 11656.82 milliards USD comme l'on peut le constater sur le graphe précédent

Comme nous l'avons déjà souligné, les réserves de change mondiales ont évolué d'environ 378.5 % en dix ans (2000-2010). La majorité des hausses est constatée durant cette période car la hausse a été à deux chiffres d'année en année (25.6% en 2003 et 27.63% en 2007). Depuis 2010, la hausse a été moins rapide, il y a eu même des baisses de -0.8%, -5.76% et -1.9% enregistrés en 2014, 2015 et 2016 respectivement (voir graphe n°5).

Au deuxième trimestre 2014, le niveau des réserves était de 11980,787 milliards depuis la baisse a commencé à être enregistrée à partir du troisième trimestre 2014. Cela coïncide avec le début de la chute des prix du pétrole qui a commencé en été 2014 (en Août 2014, les prix ont chuté à 97 dollars après avoir dépassé les 100 dollars). Au troisième trimestre 2019, le niveau des réserves était de 11824.74 milliards de dollars et 12254.52 milliards pour la même période en 2020 comme le montre la figure ci-dessous.

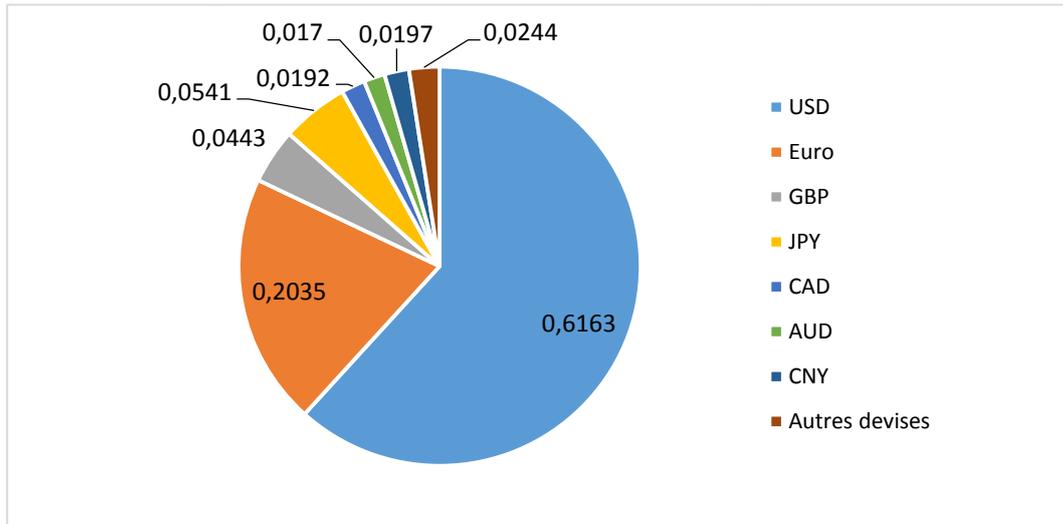
Figure n°5 : Evolution du niveau des réserves mondiales par trimestre (milliards USD)



Source : Construit à partir des données du FMI (data.imf.org)

Ces réserves de change sont composées de plusieurs devises. La part qu'occupent ces dernières est illustrée dans le graphique ci-dessous, où le dollar américain est en première position avec plus de 60%, suivi par l'euro avec 20,35%. Le reste est partagé entre le Yen japonais avec 5.41%, la Livre sterling 4.43%, puis le dollar canadien, dollar australien et le Renminbi chinois.

²⁵ www.data.imf.org, consulté le 8/06/2020

Figure n°6 : Composition en devises des réserves de change internationales en 2019

Source : Construit à partir des données du FMI (data.imf.org)

2.1.1.4. Niveau optimal des réserves de change

Le motif de précaution est la principale raison qui pousse les pays à détenir des réserves de change importantes. Les leçons de l'expérience des crises de la décennie 1990, ont fait que les pays ont donné plus d'importance à la détention de quantités suffisantes de réserves, pour faire face aux chocs potentiels. Toutefois, la détention de grandes quantités peut présenter des coûts pour les économies de ces pays.

Les banques centrales ne peuvent accumuler des réserves indéfiniment. Des réserves excessives peuvent entraîner des risques et des coûts. Une accumulation de grandes quantités de réserves peut engendrer des problèmes à savoir : des pressions inflationnistes ; des surinvestissements ; des bulles sur les prix de certains actifs tels que l'immobilier et des complications dans la gestion de la politique monétaire²⁶.

L'accumulation des réserves peut engendrer des pressions inflationnistes qui peuvent menacer la stabilité financière du pays. En effet, une des contreparties de la création monétaire est les créances sur l'étranger, plus il y a d'entrée de devises plus il y aura une contrepartie en création monétaire, ce qui va augmenter les liquidités dans l'économie et créer des pressions inflationnistes. Pour faire face à cette situation, les banques centrales procèdent à des opérations de stérilisation.

Pour rappel, la stérilisation est l'intervention des autorités monétaires sur le marché des changes, pour éviter l'appréciation de la monnaie locale, suite à l'entrée massive de capitaux en devises étrangères. Les banques centrales émettent alors de la monnaie locale, puis stérilisent l'opération avec l'intervention sur la base monétaire à travers l'open market, c'est-à-dire l'émission de titres d'Etat afin de réduire l'excès de monnaie sur le marché. Toutefois, cette opération présente des coûts, puisque l'Etat doit payer des intérêts sur la dette publique nationale, et ces intérêts augmentent avec l'accumulation des réserves. De plus, cette opération ne peut être utilisée indéfiniment, elle a prouvé dans plusieurs cas qu'elle a un pouvoir limité,

²⁶ European Central Bank, op.cit., p 17.

lorsque les niveaux de réserves augmentent beaucoup. Les cas de la Chine et de la Corée du Sud en sont des exemples.

D'après la BCE²⁷, la Chine est intervenue en masse en 2002, mais le taux de stérilisation a montré ses limites en 2003-2004 à cause des difficultés de mise en œuvre de cette opération qui pose un conflit entre la stabilité du taux de change et l'assouplissement des conditions de politique monétaire inappropriées qui provoque l'inflation d'un côté et un surinvestissement et des bulles sur les prix des actifs de l'autre côté, ce qui s'est produit en Chine en 2004. Dans ce pays, l'indice des prix à la consommation (IPC) a augmenté de -0.8% à 3.9%, à côté du surinvestissement et la bulle sur les prix de l'immobilier. Quant à la Corée du sud, les réserves ont été stérilisées en 2003-2004, mais la banque centrale s'est heurtée à des difficultés d'application de sa politique monétaire, car celle-ci est devenue dépendante des opérations de retraits de liquidités, alors que le marché monétaire est facilement géré par les opérations d'apport de liquidités. En 2004, les taux d'intérêts payés par les obligations émises par la Banque de Corée pour contrôler l'offre de monnaie, étaient plus élevés que les taux d'intérêts américains. Ce différentiel négatif, lui a causé des pertes d'environ 130 millions de USD.

a) Les déterminants macro-économiques du niveau des réserves de change

D'après Gosselin et Parent²⁸, le niveau des réserves de change peut être déterminé par quelques facteurs macroéconomiques clés. Ainsi, plusieurs indicateurs économiques ont été utilisés, pour évaluer si les avoirs en réserves sont suffisants. Ces indicateurs sont : le PIB, les importations et la dette extérieure à court terme, à partir desquels cinq catégories de déterminants sont mis en avant à savoir : la taille de l'économie, la vulnérabilité du compte courant, la vulnérabilité du compte capital, la flexibilité du taux de change et enfin le cout d'opportunité. Le tableau suivant montre pour chacun des déterminants une variable explicative correspondante.

Tableau n°3 : Les déterminants des avoirs en réserves

Les déterminants	Variables explicatives
La taille de l'économie	PIB, PIB/habitant
La vulnérabilité du compte courant	Volume des exportations et importations, volatilité des recettes d'exportation
La vulnérabilité du compte capital	Ouverture du système financier : ratio flux de capitaux sur le PIB, les dettes extérieures à court terme, les prises de participations des étrangers
La flexibilité du taux de change	Volatilité du taux de change
Les couts d'opportunité	Ecart de taux d'intérêt

Source: Gosselin. M, Parent. N (2005), An Empirical Analysis of Foreign Exchange Reserves in Emerging Asia, Bank of Canada Working Paper 2005-38, p5.

²⁷European Central Bank, op.cit., p 17

²⁸ Gosselin M., Parent.N (2005), « An Empirical Analysis of Foreign Exchange Reserves in Emerging Asia », Bank of Canada Working Paper 2005-38, p 5.

Dans la mesure où les transactions internationales augmentent avec le poids économique, les réserves devraient alors augmenter également. Dans la littérature, le PIB et le PIB/habitant sont utilisés comme indicateurs de la taille de l'économie. Une économie donnée qui compte d'importants liens commerciaux est plus exposée aux chocs extérieurs, essentiellement à cause de la volatilité des recettes d'exportation. Par conséquent, le pays doit détenir des réserves importantes comme réponse à l'exposition aux chocs extérieurs.

La vulnérabilité du compte capital aux crises financières augmente avec l'ouverture financière et la possibilité de fuite de capitaux vers l'étranger, soit autant de risque qui exige un niveau de réserves de change élevé et positivement corrélé avec des variables telles que : flux de capitaux/PIB, et monnaie /PIB.

La flexibilité du taux de change est importante, car elle réduit la demande pour les réserves, dans la mesure où les banques centrales pourraient ne plus avoir besoin de grandes quantités de réserves de change pour gérer un taux de change fixe.

b) Les mesures du niveau adéquat des réserves de change

La littérature économique a développé depuis les années 1970 des mesures du niveau adéquat de réserves de change. Ces mesures sont²⁹ :

- **Le taux de couverture des importations (Triffin 1947, 1960) :** pour les pays dont le compte capital est peu ouvert, la couverture des importations est souvent vue comme mesure adéquate, soulignant pour combien de temps les importations peuvent être soutenues en cas de choc. Traditionnellement, la mesure est basée sur les mois d'importations potentiels, avec trois mois de couverture utilisées généralement comme référence³⁰.
- **Le ratio des réserves de change rapportées à la dette extérieure à court terme (Greenspan-Guidotti 1999) :** Ce ratio mesure la capacité d'un pays à rembourser rapidement sa dette. L'indice de référence internationale est 1, ce qui équivaut à 100%. En principe, cet indice ne doit pas tomber en deçà de 100% afin de garantir que toute la dette extérieure à court terme peut être remboursée intégralement et rapidement. D'après cette règle, la détention de réserves suffisantes pour honorer les obligations financières à un an, sans avoir à dépendre des sources externes devrait être suffisante pour résister aux grands chocs extérieurs.
- **Le ratio des réserves de change rapportées à la dette extérieure totale (Brown 1964) :** Ce ratio reflète la capacité d'un pays à rembourser le total de sa dette extérieure avec les réserves de change (40% étant la proportion optimale).
- **Le ratio des réserves de change rapportées à la monnaie et au quasi monnaie (M2) (Machlup, 1966) :** Ce ratio est utilisé comme un indicateur de précaution en cas de crise financière. Sachant que M2 se rapporte à la liquidité nécessaire pour l'achat d'actifs étrangers, pour les institutions et les particuliers d'un pays donné. La masse

²⁹ Achille. C, Mezui. M, Duru. U (2013), Holding Excess Foreign Reserves Versus Infrastructure Finance: What Should Africa Do?, African Development Bank Group Working paper series N° 178, p 5.

³⁰ Gosselin. M, Parent. N, op.cit., p 15.

monétaire révèle aussi, le risque éventuel de transfert par les entreprises et les particuliers de ce pays. L'indice de référence se situe entre 20 % et 40% pour les pays appliquant un arrimage du taux de change fixe et un régime de taux de change fixe, et se situera entre 10% et 15% en revanche pour les pays ayant adopté un régime de taux de change flexible.

Selon l'approche de Rodrick ³¹ :

Les réserves en excès = Réserves annuelles totales - Réserves de 3 mois d'importation

2.1.2. Les facteurs d'accumulation des réserves de change

Deux facteurs essentiels sont à l'origine de l'accumulation d'importantes réserves de change par les pays. Le boom qu'ont connu les prix des matières premières en particulier le pétrole, la hausse des exportations de biens manufacturiers des pays du Sud-est asiatique, dont le modèle économique est axé vers les exportations, et la volonté de ces derniers de se protéger contre des déstabilisations qui peuvent être engendrées par une éventuelle crise.

2.1.2.1. Le boom des prix des matières premières

Le pétrole étant la source la plus importante de ces fonds, il est logique de l'expliquer historiquement. Les pétrodollars occupent une place géostratégique importante sur l'échiquier mondial. Ce sont des actifs financiers issus des royalties sur les ventes, versées par les compagnies extractrices domestiques et étrangères au pays où est extrait le pétrole. Ou bien tout simplement, des revenus en dollars issus de la vente du pétrole. En fait, l'expression semble avoir été créée en 1973 par Ibrahim Oweiss, Professeur d'économie à l'université de Georgetown à Washington. Cette année correspond au premier choc pétrolier où les prix du pétrole ont quadruplé (passés de 3 à 12 dollars le baril), suite à la décision de l'OPEP d'augmenter les prix de 70% et de réduire la production mensuelle de 5%, en réponse au soutien des pays occidentaux à l'Etat d'Israël qui fut attaquée par une coalition arabe menée par l'Egypte et la Syrie (Guerre du Kippour), Suivie d'un autre choc en 1979, qui est aussi dus aux instabilités politiques au moyen orient. Vers la fin des années 1970, la chute du Chah suite à la révolution iranienne a été le point de départ du choc pétrolier. La dégradation des relations entre l'Iran et L'Irak, deux grand producteurs débouche sur une guerre (1980 - 1988) et maintient la tension sur les marchés pétroliers au début des années 1980 et le prix du baril a atteint les 39 dollars.

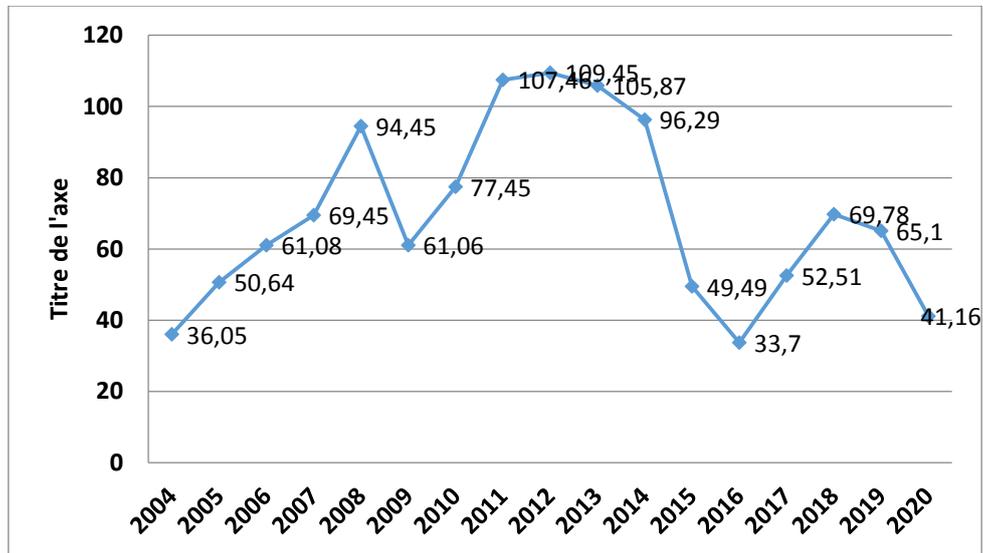
Un contre choc est survenu entre Décembre 1985 et Avril 1986, le prix moyen du pétrole s'est effondré, passant de 27.5 dollars (décembre 1985) à moins 10 dollars (fin mars 1986) avant de se stabiliser autour de 14 dollars le baril en Novembre 1986.

Après s'être stabilisé autour de 20 dollars en moyenne durant les années 1990 jusqu'en 2003, le prix du pétrole a amorcé une hausse à partir de 2004, où il a atteint un prix moyen de 38 dollars. Cette hausse ne s'est pas arrêtée, car les prix ont atteint un pic de 147 dollars en 2008, ce qui a permis d'importantes entrées en devises pour ces pays. Cette tendance haussière a duré jusqu'à l'été 2014, où un contre choc frappe de plein fouet les pays exportateurs. Les prix ont

³¹ Achille.C, Mezui. M, Duru., op.cit., p 9

alors chuté jusqu'à moins 28 dollars en janvier 2016, pour revenir à un niveau moyen de 65 et 69 USD en 2018 et 2019 comme le montrent les figures n°7 et 8. Toutefois, les chocs sur ce marché ne semblent pas prêts à s'arrêter. L'année 2020 a vu un autre choc inédit sur ce marché, avec des prix au-dessous des 20 dollars en avril 2020, du aux conséquences de la crise sanitaire mondiale (le sujet sera traité dans le chapitre II)

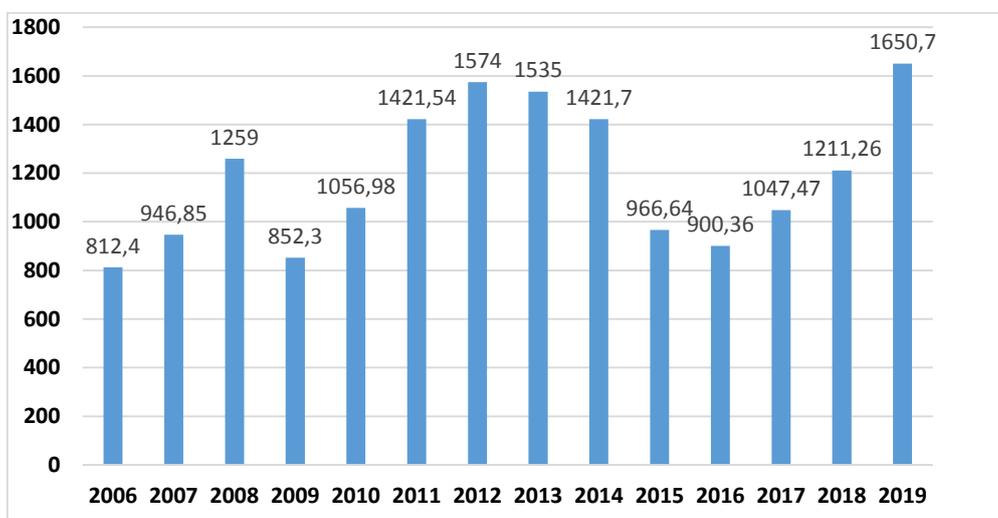
Figure n°7 : Evolution du prix moyen du pétrole en USD (2005-2020)



Source : réalisé à partir des données de l'OPEP (www.opec.org)

Le graphe n° 8 montre que les pays de l'OPEP ont réalisé d'importantes exportations d'hydrocarbures atteignant 1574 en 2012, mais qui ont fortement chuté en 2015 et 2016, puis ont repris en 2017, 2018 et 2019.

Figure n°8 : Evolution des exportations d'hydrocarbures des pays de l'OPEP en milliards USD (2006-2019)



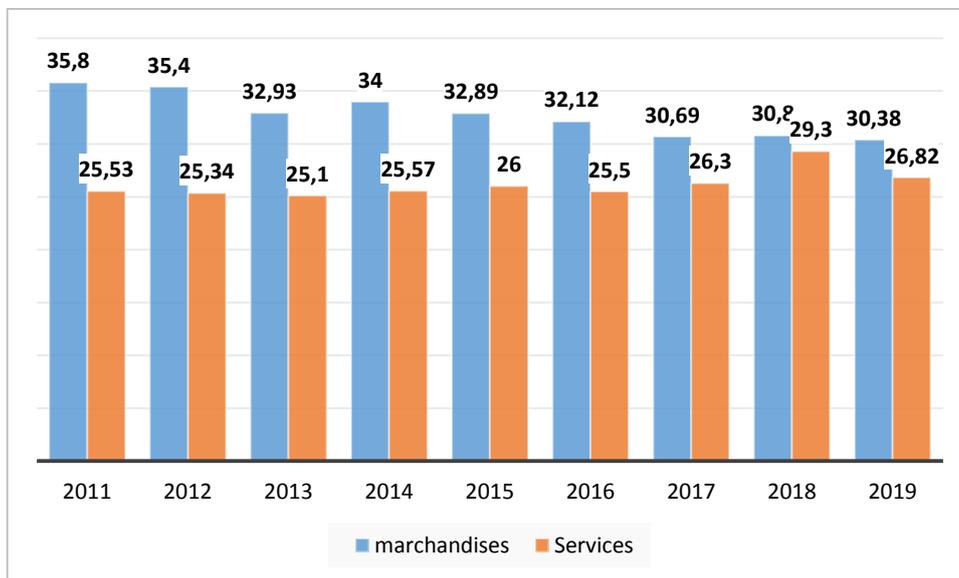
Source : réalisé à partir des données de l'OPEP (www.opec.org)

2.1.2.2. Le modèle économique axé sur les exportations

Les pays du sud-est asiatique essentiellement la Chine, ont bâti leurs économies sur un modèle axé sur les exportations. Durant des années, ils ont maintenu délibérément des taux de change sous évalués, ce qui leur a permis de réaliser d'importantes entrées en devises. Néanmoins, les pays asiatiques ont été confrontés vers la fin des années 1990 à une crise financière sévère, qui a fait fondre rapidement leurs réserves officielles. Une fois la crise passée, ces économies ont rapidement reconstitués des réserves, afin de faire face à d'éventuelles attaques spéculatives et pouvoir mieux absorber les chocs d'un arrêt soudain des flux de capitaux.

Les économies asiatiques sont fortement exportatrices de marchandises. Les exportations en provenance d'Asie représentent plus de 30% pour les marchandises et plus de 25% pour les services dans le total des exportations mondiales comme l'illustre le graphique ci-dessous.

Figure n°9 : Evolution de la part des exportations asiatiques dans le monde (%)



Source : calculés et réalisé à partir des rapports de Belgian Foreign Trade Agency (www.abh-ace.be)

2.2. Les raisons du transfert des réserves de change vers les fonds souverains

Les raisons qui ont poussées les pays à créer des fonds souverains et transférer une partie de leur richesse vers ces derniers sont multiples, mais on a tenté de les regrouper autour des points suivants :

2.2.1. La gestion de la ressource naturelle

La question qui peut se poser à propos des pays riches en ressources naturelles est : pourquoi ces pays voudraient-ils accumuler des actifs étrangers, au lieu d'en extraire uniquement les quantités nécessaires chaque année, afin de soutenir l'économie et le budget ?

Cette stratégie de gestion des ressources semble raisonnable. Cependant, dans la réalité, ce n'est pas faisable d'extraire juste les quantités nécessaires pour soutenir l'économie, car d'un côté, les technologies d'extractions ont certes augmenté les rendements, mais les capacités des installations devraient être utilisées pleinement pour rentabiliser l'investissement. D'un autre

côté, les gouvernements, lorsqu'ils attribuent des contrats d'extraction aux entreprises privées, reçoivent des royalties, mais n'ont pas de mots à dire sur le rythme d'exploitation³².

2.2.2. Le transfert de la richesse aux générations futures

La part des générations futures dans la richesse naturelle d'un pays est un autre élément qu'il faut aborder. Ces ressources naturelles (pétrole, gaz et minerais) se trouvent en quantités limitées dans la nature. Leurs prix sont très volatils sur les marchés et beaucoup de pays ne pensent pas aux générations futures, lorsqu'ils touchent leurs mannes financières. Cela conduit à une longue période de prospérité, voire de gaspillage, mais qui sera suivie d'une récession économique allant jusqu'à la dépression. Le récit le plus célèbre en matière de gaspillage de richesse, provient probablement de la république de Nauru, une nation insulaire du pacifique sud. Dans les années 1970, l'exploitation des mines de phosphate a transformé Nauru, initialement, l'une des nations les plus pauvres du monde à l'une des plus riches (par tête d'habitant). En 1973, son PIB a atteint les 178 millions de dollars, soit 25500 USD par citoyen. Cependant, une surconsommation et une mauvaise gestion des recettes ont rapidement effacé toute trace de cette expansion. En 2007, son PIB s'était réduit à moins de 19 millions de dollars, soit 1900 USD par habitant. L'économie ne s'est jamais rétablie et le gouvernement souffre toujours de problèmes budgétaires³³.

L'autre exemple marquant que nous pouvons citer ici est le cas du Royaume Uni. En 1969, Ekofisk Oilfield, un des plus importants gisements pétroliers de la Mer du Nord, a été découvert dans les eaux norvégiennes et le Forties Oilfields, un gisement aussi important a été découvert dans les eaux britanniques durant les années 1970. Le premier a débuté la production en 1971 et le deuxième en 1975. Une quarantaine d'années après, en 2014, les recettes fiscales provenant du pétrole de la Mer du nord, sont estimées à environ 200 milliards de livres tandis que la Norvège recueille environ 522 milliards de livres de recettes fiscales (6170 milliards Krone)³⁴. L'observation qui a suscité la consternation de la presse britannique, accusant les politiques d'avoir gaspillé la richesse, est le fait que les deux pays aient découvert la même ressource, au même endroit, presque au même temps et avec les mêmes flux de revenus. En 2020, le Norvège a un fonds souverain valant, selon les dernières estimations plus de 1000 milliards de dollars et l'a utilisé pour acheter différents actifs à l'échelle mondiale, tandis que le Royaume Uni apparaît n'avoir rien de tangible à montrer pour sa richesse pétrolière³⁵.

Transférer de la richesse aux générations futures ou équité intergénérationnelle, un des objectifs les plus importants des fonds souverains qui a fait l'objet de beaucoup d'études. Parmi ces dernières, les contributions de John Hartwick et Robert Solow qui sont qualifiés aujourd'hui de règle « Hartwick- Solow ». Cette règle définit à la fois l'objectif d'équité et le moyen de l'atteindre. Solow dans son article « Intergenerational Equity and Exhaustible Resources »³⁶

³² Castelli. M. Scacciavillani. F (2012), « The new economics of sovereign wealth funds », edition John Wiley & Sons, New Jersey, p 24.

³³ Bauer. A. (2014), « La gestion des fonds de ressources naturelles : comment assurer des retombées pour tous ? », Natural Resource Government Institute and Columbia Centre on Sustainable Investment, p 1.

³⁴ Cummine. A. (2016), "Do sovereign wealth funds make nations richers" in « Citizen's wealth: why (and how) sovereigns funds should be managed by people for the people, Yale University Press, London, p 19.

³⁵ Idem.

³⁶ Solow. R. (1974), "Intergenerational Equity and Exhaustible Resources », The Review of Economic Studies, n°5, volume 41, pp (29-45), p 3-4.

avance que l'équité intergénérationnelle, résulterait de la stabilité dans le temps de la consommation par tête. A ce sujet, il écrit que l'équité entre les générations est « que la consommation par tête doit être constante dans le temps, de façon es ce qu'aucune génération ne soit favorisée par rapport à une autre ».

Pour lui, les générations actuelles sont beaucoup plus avantagées que les futures, étant données qu'elles peuvent prendre autant qu'elles veulent. Alors, pour garantir le bien être des générations futures et leur permettre un même niveau de consommation, il faudrait consommer moins et épargner.

Concernant le faite de consommer moins de richesses, une question se pose, à savoir la possibilité de laisser la richesse de côté, bien sûr à l'état naturelle, au lieu de l'investir sur des marchés financiers volatiles et risqués. L'idée est plausible, toutefois, il faudrait mettre l'accent sur le fait que les générations futures représentent le long terme, et qu'il n'existe pas de stratégie à moindre risque, car cela implique une prise de décision pour une longue période où le degré d'incertitude est très élevé. Par exemple, si durant vingt ans, la Norvège qui est un pays déjà prospère, stoppe de pomper le pétrole de la Mer du nord et que durant cette période une nouvelle forme d'énergie supplante les hydrocarbures, leurs réserves de pétrole et de gaz seraient sans valeur³⁷. C'est dans ce sens que John Hartwick, dans son article « Intergenerational Equity and the Investing of Rents from Exhaustible Resources »³⁸ a repris l'idée de Solow et démontra qu'il faudrait investir les profits de la rente des ressources épuisables, dans le capital reproductible tels que les machines. Autrement dit, les générations actuelles devraient convertir les ressources épuisables en capital reproductible.

2.2.3. Les contraintes d'absorption

D'après Guillaumont³⁹, « la notion de capacité d'absorption s'applique au capital de toute origine interne aussi bien qu'externe : elle exprime un ensemble de limites à la transformation des capitaux disponibles ou mobilisables, en capital réel utile au développement ».

Selon l'auteur, on peut identifier une approche micro économique et une approche macroéconomique, dans l'analyse de la capacité d'absorption. Sous l'angle micro économique, elle correspond au maximum d'investissements réalisables sans que le taux de rentabilité ne devienne nul. Elle peut être définie aussi par référence à un certain seuil en dessous duquel, le taux de rentabilité ne doit pas descendre. Sous l'angle macroéconomique, la capacité d'absorption est envisagée comme un taux maximum d'investissement réalisable sans que le taux de croissance cesse d'augmenter.

La capacité d'un pays à absorber l'afflux de capitaux, est un élément essentiel qui peut atténuer l'étendue des problèmes que rencontrent les pays riches en ressources naturelle, à savoir le « syndrome hollandais ». Pour rappel que le syndrome hollandais appelé dutch disease, décrit un ensemble de mécanismes par lesquels une forte dotation en ressources naturelles, peut influencer négativement la croissance à long terme de l'économie. Il arrive souvent que pendant

³⁷ Castelli. M. Scacciavillani. F. op.cit. , p 25.

³⁸ Hartwick. J (1976), « Intergenerational Equity and the Investing of Rents from Exhaustible Resources », American Economic Review, p 972.

³⁹ Nurbel. A, Ahamada.I (2008), « Investissements directs étrangers entrants et développement : l'enjeu de la capacité d'absorption » Revue Monde en développement, n° 143, pp 83-84.

plusieurs années d'exploitation d'une richesse, un pays bénéficie d'une manne financière importante, qui conduira au développement de l'activité extractrice au détriment des autres secteurs, la hausse des salaires et des prix sur le plan national sans résultat substantiel sur le plan du développement. Par ailleurs, l'afflux d'argent peut mener à une appréciation du taux de change qui va nuire aux exportations. Ces effets conjugués peuvent causer le déclin des autres industries, et réduire le niveau de vie des personnes déconnectées du secteur des ressources naturelles. En résumé, durant le boom des prix des ressources, les gouvernements ont tendance à préférer le présent et dépenser sans compter, ce qui les conduit à délaissier la question de la croissance à long terme de l'économie.

D'après Andrew Bauer⁴⁰, si l'économie et le gouvernement peuvent facilement absorber l'afflux de fonds, alors les effets du syndrome hollandais peuvent être atténués. La capacité de surmonter le syndrome hollandais dépend en partie, de l'expertise du secteur public local en matière de planification de budgets, d'évaluation de projets et exécution efficace d'appels d'offre, ainsi que du nombre et de la qualité des ingénieurs, ouvriers, enseignants ou médecins devant absorber les nouvelles dépenses du gouvernement.

Les gouvernements de pays ayant une faible capacité d'absorption de capitaux, tendent à suivre une politique budgétaire dite pro-cyclique⁴¹, c'est-à-dire une tendance à augmenter les dépenses lorsque les revenus augmentent, et à les réduire dès qu'ils diminuent. Les mannes financières temporaires, constituent autant d'incitations à dépenser maintenant lorsque les revenus sont élevés, ce qui aboutit à de mauvaises décisions en matière de dépenses publiques, par exemple de grands projets d'infrastructure de mauvaise qualité, vu le délai indispensable pour planifier et réaliser de tels projets de manière adéquate.

Lorsque il y a un revers de situation et les revenus baissent, les gouvernements se trouvent alors en difficultés, ils réduisent les dépenses tels que les salaires, la maintenance des infrastructures, sans oublier l'impact que cela peut avoir sur le secteur privé, dont les entreprises investissent dès qu'elles se voient confier des marchés publics et réduisent leurs investissements lorsqu'il n'y a plus de contrats.

Le transfert d'une partie de la manne financière vers un fonds souverain permettrait alors aux pays ayant une faible capacité absorption, d'éviter de gaspiller cet argent et avoir les effets négatifs engendrés par ces situations.

2.2.4. Les problèmes posés par des réserves de change importantes

Nombreux sont les pays asiatiques et du moyen orient qui ont accumulé des quantités importantes de réserves de change, dépassant largement tous les niveaux de réserves adéquats discutés ci-dessus. Ces niveaux de réserves importantes posent certains problèmes tels que :

- Mettre la pression sur le taux de change, affectant ainsi négativement la compétitivité des exportations ;

⁴⁰ Bauer. A (2014), « Règles budgétaires pour les fonds provenant des ressources naturelles », Natural Resource Government Institute and Columbia Centre on Sustainable Investment, p2,

https://resourcegovernance.org/sites/default/files/NRF_Complete_Report_FR.pdf.

⁴¹ Idem

- Les pays qui détiennent des réserves de change en général, enregistrent des excédents dans leurs balances de paiements (suite à la hausse des exportations de produits finis pour les pays asiatiques ou la hausse des prix des matières premières pour les producteurs de ces matières). Les autres par contre, enregistrent des déficits comme les Etats Unis par exemple, ceci conduit à la dépréciation des devises de ces pays, provoquant une perte de richesse pour les pays détenteurs de réserves, car plus on détient de réserves, plus le risque de dépréciation à assumer est grand ;
- Les pays détenteurs de réserves importantes financent la consommation des pays émetteurs de devises tels que les USA, et sont récompensé par la réduction de la valeur de leurs actifs. Ces pays quand ils décident de la politique fiscale et monétaire, placent certainement la stabilité interne et les préférences politiques avant les préférences internationales, et cela pourrait encourir des coûts additionnels aux pays détenteurs de réserves et cela est illustré par les taux d'intérêts directs bas enregistrés durant plusieurs années.

Au final, les pays, à travers la création de fonds souverains visent d'un côté, à éviter l'appréciation de leurs monnaies, puisque sa faiblesse est un atout pour leurs économies. De l'autre côté, cherchent à réaliser des rendements supérieurs à ceux des obligations d'Etats et palier aux pertes liées aux fluctuations du dollar, et aux baisses des taux d'intérêts qui connaissent des niveaux historiquement bas depuis 2008 (voir le chapitre 2).

2.2. Les défis futurs des pays

En plus de toutes les raisons déjà citées, les pays à travers leurs fonds souverains tentent de faire face à d'autres défis tels que :

- Transférer la technologie et le savoir-faire afin de développer leurs économies, à travers des partenariats gagnant-gagnant avec des entreprises occidentales ;
- Faire face au vieillissement des populations, qui engendre une hausse des dépenses de retraites. Le cas des fonds irlandais et australiens créés pour cette raison en sont l'illustration ;
- Les conflits entre pays : la Corée du sud par exemple affronte un voisin hostile et difficile qui est la Corée du nord, avec les risques d'effondrement et de catastrophe humanitaire qui peut en résulter, ou Le Taiwan qui doit vivre constamment sous l'ombre de la république de la Chine Populaire avec qui il a toujours des relations tendues⁴² .
- Faire face aux conséquences désastreuses du réchauffement climatique. En 2008, le président des îles Maldives nouvellement élu avait annoncé son plan de créer un fonds souverain, qui sera financé par les revenus du tourisme et qui servira à acquérir une nouvelle terre pour les citoyens des Maldives en Inde, Sri

⁴² Andrew. R, dans Bouchakour. S, op.cit. , p49.

Lanka ou en Australie, qui leur servira de refuge en cas où la montée des eaux causée par le réchauffement de la planète submergerait leurs îles⁴³.

2.3. La mondialisation

La mondialisation a fait disparaître toutes les barrières entre les pays, ce qui a permis la libre circulation des biens et services, ainsi que des flux de capitaux. La mondialisation a permis l'intégration des marchés de capitaux, qui sont devenus interdépendants et une composante organique du marché mondial. D'après Xie ping et Chen Chao⁴⁴, la mondialisation est un facteur qui a permis la montée en puissance des fonds souverains et cela de la manière suivante :

- La mondialisation a permis la levée des barrières à l'investissement transfrontalier. Les pays qui historiquement ont refusé les investissements de certains pays, pour des raisons de sécurité nationale, sont devenus un peu plus ouverts. Par exemple, durant les années 1960-1970, il était inimaginable pour les fonds chinois, du moyen orient et de Russie d'investir dans le secteur financier américain, ou tout autre secteur considéré comme stratégique pour les intérêts nationaux. Cependant, de tels fonds sont aujourd'hui, propriétaires de parts dans de grandes capitalisations de wall Street ;
- La mondialisation a fait entrer plus de classes d'actifs sur les marchés. En effet, avant, les bons du Trésor étaient les seuls choix pour les gestionnaires des réserves de change, mais aujourd'hui, ces derniers ont le choix entre une large gamme de produits financiers. Les portefeuilles sont passés des traditionnelles actions et obligations, à l'immobilier et les produits alternatifs tels que les hedge funds et les fonds de private equity. La croissance de ces choix a permis aux fonds souverains d'améliorer leur rentabilité et se couvrir contre les risques, en diversifiant leurs portefeuilles parmi les différentes classes d'actifs ;
- La mondialisation a rendu les choix d'investissement plus diversifiés géographiquement, facilitant ainsi l'arbitrage entre les marchés. Autrefois, les fonds souverains ne pouvaient investir que dans des zones géographiques limitées. Leurs rendements étaient alors sévèrement affectés, lorsque ces régions souffraient de difficultés économiques. Par exemple, beaucoup de pays asiatiques qui ont l'habitude de garder 60 à 70% de leurs réserves sous forme de bon du Trésor américains ont souffert de pertes dramatiques lorsque le dollar se dépréciait. Avec la mondialisation, les fonds souverains peuvent investir dans des économies avec un potentiel de croissance à long terme. De plus, ils peuvent aussi utiliser les interactions entre les différents marchés pour chercher l'arbitrage et ainsi réaliser des rendements élevés ;
- La mondialisation technologique procure des supports techniques pour les fonds souverains, pour allouer leurs actifs mondialement. L'utilisation de la technologie dans le secteur financier, a significativement amélioré l'efficacité

⁴³ Andrew. R, dans Bouchakour. S, op.cit. , p49.

⁴⁴ Ping. X, Chao. C, Op.cit. pp16-17.

des transactions, réduit le temps et les distances des transactions, ainsi que les coûts de l'information.

De ce qui vient d'être présenté dans cette section, nous retenons que l'essor actuel des fonds souverains a été permis par deux facteurs importants. Premièrement, l'accumulation de réserves de change importantes par les pays, suite à la hausse des prix des matières premières, et des exportations de biens et services. Deuxièmement, la globalisation financière qui a facilité à ce type d'investisseurs l'intervention sur les marchés internationaux.

En guise de conclusion à ce chapitre, nous pouvons dire que malgré leur ancienneté, les fonds souverains se sont fait connaître durant la crise financière de 2008, suite à leurs investissements dans les institutions financières occidentales alors en difficulté. Certains de ces fonds gèrent des quantités énormes de capitaux, provenant des transferts de tout ou une partie des réserves de changes de leurs pays, qui ont enregistré d'importants excédents d'exportation de matières premières et de biens et services.

Ces fonds d'Etat ont des objectifs différents, de stabilisation, d'épargne pour les générations futures, d'épargne pour les retraites et enfin de développement. Toutefois, un fonds peut cumuler plusieurs objectifs au même temps, selon les défis et volonté de leurs pays d'origine.

Depuis la crise des subprimes, ces fonds n'ont pas cessé d'investir. Ils sont toujours actifs sur les marchés internationaux qui connaissent des instabilités. L'environnement économique mondial étant très instable, caractérisé par de faibles taux de croissance, des taux d'intérêts très bas et des chocs baissiers sur les prix du pétrole, nous amène à se demander comment es ce que ces fonds réagissent-ils. Cette question fera l'objet du deuxième chapitre.

Chapitre II :

Les fonds souverains face aux instabilités internationales

Chapitre II : Les fonds souverains face aux instabilités internationales

Les fonds souverains ont défrayé les chroniques durant la crise financière de 2008, en investissant massivement dans le secteur financier occidentale. Juste après la crise, leur comportement d'investissement a changé. Ils ne se contentent plus du secteur financier, mais incluent divers autres secteurs et ne se limitent plus aux marchés développés, mais se tournent vers d'autres zones géographiques tels que les économies en développement et émergentes. Cette section a pour objet d'expliquer le comportement d'investissement des fonds souverains à partir de 2008, sachant qu'après la crise de 2008, l'économie mondiale est entrée en récession. Les marchés internationaux sont devenus très volatiles et les taux d'intérêts ont été et sont toujours historiquement bas. Enfin, nous terminerons par aborder la chute des prix du pétrole amorcée durant l'été 2014 jusqu'en 2020.

Section 1 : Les fonds souverains durant la période de crise financière de 2008

Lors du déclenchement de la crise financière des subprimes, les fonds souverains se sont démarqués par des investissements colossaux dans les institutions financières occidentales et autres entreprises, aux Etats Unis et en Europe. Ces investissements ont suscités beaucoup de réactions négatives montrant la peur des pays occidentaux vis-à-vis de ces fonds. La crise 2008 a été suivie d'une crise alimentaire, les fonds se sont tournés alors vers les actifs agricoles. Enfin, la crise de la dette s'est déclenchée en Europe, ces fonds ont été sollicités par les pays pour venir investir chez eux.

1.1. Investissements des fonds souverains

Les fonds souverains investissent dans différents secteurs incluant le secteur financier des pays occidentaux, les matières premières, les infrastructures et les nouvelles technologies.

1.1.1. Investissements dans les institutions financières occidentales

Lorsque la crise des crédits hypothécaires s'est déclenchée, de grandes institutions financières internationales se sont trouvées en difficultés, manquant fortement de capitaux. Les fonds souverains sont alors intervenus et investis de grandes sommes dans l'achat de parts du capital de ces dernières, en Europe et aux Etats Unis. Le tableau suivant trace certaines de ces grandes transactions

Tableau n°4 : Les investissements des FS dans le secteur financier occidental

Entreprise cible	Montant de l'investissement	Pourcentage de détention	Fonds souverain investisseur	Date de l'opération
UBS (Banque)	9,5 milliards USD	9%	GIC	2007
Citigroup (banque)	7,5 milliards USD	4.9%	ADIA	2007
Morgan Stanley (banque)	500 millions	9.86%	CIC	2007
Standard Chartered (banque)	1.416 milliards USD	19%	CIC	2007
OMX (Bourse de suède)		9.9%	QIA	2007
Visa (services financiers)	353.8 milliards USD		CIC	2008
Barclays (Banque)	1.4 milliards GBP	6.4%	QIA	2008
London Stock Exchange	1.247	20%	QIA	2008
Blackstone (fonds d'investissement)	3 milliards USD	10%	CIC	2007
Carlyle Group (fonds d'investissement)	1.35 milliards USD	7.5%	Mubadala (Abu Dhabi)	2008
Alpha Bank	300 millions EUR	4.5%	QIA	2008

Source : Réalisé à partir d'articles de presse spécialisée (Bloomberg, Reuter, etc.)

1.1.2. L'investissement dans les actifs agricoles

Suite à la flambée des prix qu'ont connu les produits agricoles sur les marchés internationaux en 2008 (blé :+30%, sucre :+ 27%, riz :+ 59%), et les émeutes de la faim qui s'en est suivi (l'indice FAO des prix alimentaires a connu une hausse de 26% durant la même année¹), il y a eu un regain d'attention sur ce secteur de la part des investisseurs du monde entier, au point de qualifier les produits agricoles d'or vert. Les fonds souverains ne sont pas restés en marge de cette ruée vers les actifs agricoles ; ils ont massivement investi dans le secteur comme le montre le tableau ci-dessous.

¹ www.fao.org, consulté le 16/10/2016.

Tableau n°5 : les investissements des fonds souverains dans le secteur agricole

Fonds	L'investissement
Hassad Food (Qatar)	Achat 250.000 hectares de terres agricoles pour la production de blé, de l'orge, les ovins en Australie.
Hassad Food	Exploitation de 40.000 hectares en échange de la construction par ce dernier d'un pont en eau profonde (vallée de Tana au Kenya).
Hassad Food	Joint-venture (Zad Holding) pour l'investissement dans l'agriculture et industrie alimentaire au Soudan
Hassad Food	Achat de 100 millions USD de parts dans Bush Food (entreprise qui vend du riz) en Inde
CIC (Chine)	Joint-venture avec OP Financials Farms Partnership (16.5 millions USD) pour l'investissement dans le secteur agricole au Kazakhstan
CIC (Chine) et KIC (Corée de sud)	Acquisition de 15 et 20% respectivement dans la société de négoce Noble Group
GIC (Singapour)	Acquisition de 5% de la société de négoce Bunge LTD
QIA (Qatar)	Joint-venture entre Fondo strategico Italiano et QIA pour l'acquisition de 100% de Inalca SPA

Source : réalisé à partir des articles de la presse spécialisée (Reuter, Bloomberg, etc.)

1.2. Réactions internationales à la montée en puissance des fonds souverains

Les fonds souverains ont joué un rôle important durant la crise financière mondiale. Ils sont intervenus et stabilisés les marchés financiers, à un moment de fortes turbulences, en injectant d'énormes quantités de capitaux dans les institutions financières en difficultés.

Cependant, leur action n'a pas été vue d'un bon œil par tout le monde. En effet, à cette époque-là, et pour la première fois depuis leur création, les fonds souverains sont devenus la cible des médias, organismes et analystes occidentaux qui ont déclenché la sonnette d'alarme sur la nouvelle menace qui vient des pays du Golf et d'Asie. Certains parlaient même de théorie du complot et d'espionnage industriel.

Une fois la crise de dette souveraine s'est déclenchée en Europe, ces mêmes pays méfiants alors en manque de capitaux, se sont tournés vers ces fonds et tenté de les séduire pour qu'ils viennent investir chez eux.

1.2.1) Aperçu des différentes réactions

Les avis sur les fonds souverains ont divergé entre hostile et favorables à leurs investissements. Les organismes internationaux et les pays hôtes des investissements des fonds souverains, ont émis leurs avis que nous allons détailler maintenant.

1.2.1.1) Réaction des organismes internationaux

L'OCDE, la commission européenne et la Banque mondiale ont émis des avis non hostiles aux fonds souverains. Pour l'OCDE, ces fonds offrent de nombreux avantages² :

- Ils ont eu un rôle stabilisateur en injectant des capitaux dans les institutions financières de la zone OCDE à un moment critique ;
- Ils contribuent à recycler l'épargne à l'échelle internationale et sont généralement des investisseurs stables dans la durée ;
- Ils contribuent au développement économique de leur pays.

Dans les pays d'accueil, les fonds souverains peuvent procurer des avantages généralement rattachés à l'investissement étranger, notamment stimuler l'activité des entreprises et créer des emplois. L'OCDE appelle alors à :

- Un traitement plus équitable des fonds souverains et des autres investisseurs étrangers, sans aucune discrimination ;
- La sécurité nationale est une préoccupation légitime, mais ne doit pas être un prétexte pour suivre des politiques protectionnistes ;
- Les investisseurs et pays hôtes peuvent apaiser les inquiétudes grâce à la transparence.

La Commission européenne s'est prononcée à travers son commissaire en charge du marché intérieur Charlie Mc Creevy, qui a soutenu que les fonds souverains étaient « plus une opportunité qu'une menace ». Pour lui, le développement de ces fonds ne doit pas être utilisé comme un argument défensif, pour empêcher l'entrée d'investisseurs issus des marchés émergents, dans les entreprises européennes³.

Robert Zoellick, le président du groupe de la Banque mondiale de l'époque, a dévoilé un plan destiné à encourager les fonds souverains à investir 1% de leurs actifs, dans la prise de participation en Afrique, afin de mettre les liquidités mondiales à long terme au service du développement et de la promotion des possibilités d'investissement⁴.

Il a également affirmé que les fonds souverains sont « non pas à redouter », mais porteurs de possibilités. Ils doivent opérer dans la transparence et être guidés par les meilleures pratiques, pour ne pas être utilisés à des fins politiques et qu'il y avait lieu de se réjouir de la possibilité

² OCDE (Avril 2008), "Fonds souverains et politique des pays d'accueil", <https://www.oecd.org/fr/daf/inv/politiques-investissement/40408832.pdf>.

³ Fulconis-Tielens. A (Fevrier 2008), Le positionnement européen et français : Réactions tout azimut", Revue Banque N° 699, pp 28-31, p 28.

⁴ Stilwell. A, Chopra. G.S, Funnell. C (Avril 2008), « Selon Zoellick, les fonds souverains doivent investir en Afrique, www.banquemondiale.org.

que des fonds publics, financent des investissements de portefeuille à l'appui du développement.

Pour FMI⁵, les fonds souverains peuvent avoir des effets sur les taux d'intérêt, le prix des actifs ainsi que sur les cours des devises. Ces effets peuvent être expliqués comme suit :

- Les fonds souverains sont de plus en plus attirés par des marchés autres que celui de la dette souveraine. En diversifiant leurs portefeuilles, loin des instruments à court terme à faible risque tels que les bons du Trésor US et allant vers les actions à long terme, les pays peuvent avoir du mal à se financer sur le marché de la dette, ce qui affectera les taux d'intérêt et les prix des actions ;
- Si les fonds souverains diversifient leurs portefeuilles loin des avoirs en dollar, les flux de capitaux vers les USA vont diminuer, ce qui peut causer une hausse des taux d'intérêts et la dépréciation du dollar. Dans le reste du monde, l'afflux des capitaux pourrait conduire à la baisse des taux d'intérêt et l'appréciation de leurs monnaies ;
- Les acquisitions et cessions des fonds souverains comme ceux de n'importe quel investisseur ont le potentiel d'influencer les prix des actifs, qui dépendent de la taille et de la structure de la transaction, ainsi que la manière avec laquelle elle est communiquée au marché. Les autres acteurs du marché peuvent avoir un comportement moutonnier (imiter la vente ou l'achat), qui aggravera la volatilité de ces actifs.

1.2.1.2) Réactions des marchés et entreprises

La nature amicale et privée des investissements réalisés par les fonds souverains au sein des entreprises, fait que les managers des entreprises entretiennent de bonnes relations avec ces fonds et saluent leur venue au sein de leurs entreprises.

Une enquête faite par Norton Rose⁶ auprès des managers d'entreprises, sur les raisons qui poussent les entreprises à accepter les investissements des fonds souverains, a donné lieu aux réponses suivantes :

- Les horizons d'investissement longs des fonds souverains. Deux cas peuvent illustrer cela : les 7.1% de parts détenues par KIA dans le constructeur automobile allemand Daimler, dont l'investissement a été réalisé en 1969, et les 3.3% de parts détenu dans *British petroleum*, un investissement qui remonte aux années 1970⁷.
- La taille des besoins de financement des entreprises et l'importance des capitaux que ces fonds sont prêt à investir ;
- La stratégie d'investissement passive des fonds souverains et le minimum de contrôle qu'ils exercent sur la gestion ;
- Les avantages stratégiques potentiels pour ces entités, dans les pays d'origine de ces fonds.

⁵ Allen. M, Caruana. J, op.cit. p 13

⁶ Rose. N (June 2008), Sovereign Wealth Funds, the global private equity landscape survey, <http://www.nortonrose.com/knowledge/publications/2008/pub15287.aspx?page=all&lang=en-gb..>

⁷ Behrendt. S (October 2008), "When Money Talks; Arab Sovereign Wealth Funds in The Public Discourse", Carnegie Endowment For International Peace, n°12, p 6.

Concernant l'impact des investissements des fonds souverains sur la performance des entreprises cibles, les avis divergent. Pour Kotter et Lel⁸, les investissements de ces fonds n'ont aucun impact positif ou négatif ce qui fait d'eux des investisseurs passifs, tandis que pour Fernandes (2009)⁹, ces investissements améliorent la performance de ces entreprises.

Enfin, des études ont été menées par Kotter et Lel, Dewenter et al¹⁰ afin de voir la réaction des marchés à l'annonce des investissements des fonds souverains. Ils ont conclu que les marchés réagissent positivement à l'annonce de ces investissements.

1.2.2) Les critiques contre les fonds souverains

Les analystes ayant critiqué les fonds souverain ont avancé comme arguments : le manque de transparence ; la menace pour les entreprises et les motivations politiques derrière leur investissements.

1.2.2.1) Manque de transparence

L'une des préoccupations majeures à propos des fonds souverains concerne leur manque de transparence. A l'exception du fonds norvégien, qui est donné comme exemple de transparence, les autres fonds essentiellement ceux du Golf et d'Asie sont jugés opaques.

Les marchés n'ont pas de visibilité sur la politique d'investissement de ces fonds, et leurs pratiques et objectifs sont dans le flou. De mauvaises anticipations à propos de ces acteurs de poids, de la part des parties présentes sur le marché, pourraient conduire à des déficiences graves (évaluation erronées des prix). Il peut également en résulter une augmentation de la volatilité des marchés, dans le cas où des parties réagissent à des rumeurs concernant la politique d'investissement des fonds. Par exemple, si ces derniers estiment qu'un fonds cherche à renforcer sa position dans un secteur particulier, la conséquence pourrait être la hausse des prix des actions des entreprises de ces secteurs. Si cette intuition ne se vérifie pas, les prix vont rapidement chuter. Le risque induit par ces mouvements de prix peut être réduit par une plus grande transparence¹¹.

Le *sovereign wealth fund Institute* a mis en place un indice de transparence pour les fonds souverains, appelé *Linaburg-Maduell Transparency Index*. Cet indice qui a été développé par Carl Linaburg et Michael Maduell, est une méthode de classer les fonds souverains selon leur degré de transparence. Il est basé sur dix principes essentiels, qui présentent la transparence des fonds souverains au public. Le classement minimum qu'un fonds peut recevoir est de un, mais il peut changer si le fonds diffuse des informations supplémentaires. Le *sovereign wealth fund institute* recommande un classement minimum de huit afin d'avoir la transparence adéquate.

⁸ Kotter. J, Lel. U (August 2008), "Friends or Foes? The stock price impact of sovereign wealth funds acquisition and the price of keeping secrets", www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/.

⁹ Fernandes. N (February 2009), "Sovereign Wealth Funds: Investment choices and implication around the world", https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1341692

¹⁰ Dewenter. K, Han. X, Malatesta. P (August 2008), Firm values and sovereign wealth funds' investments, *Journal of Financial Economics*, Volume 98, Issue 2, pp256-278.

¹¹ "Fonds souverains, Une menace pour la stabilité financière", rapport de Nederlandsche bank (Juillet 2008), problèmes économiques n°2951.

Tableau n°6 : Les principes de l'indice Linaburg-Maduell

Point	Principes de l'indice Linaburg-Maduell
+1	Le fonds fournit l'historique incluant l'objectif de sa création, l'origine de son financement, la structure de propriété du gouvernement.
+1	Le fonds fournit des mis à jour de rapports d'audits annuels et indépendants
+1	Le fonds fournis des informations sur ses parts dans les entreprises ciblées, ainsi que la localisa ;tion géographique de ses investissements.
+1	Le fonds fournit la valeur totale de son portefeuille de marché, les rendements et la gestion de la rémunération.
+1	Le fonds fournit des directives concernant les standards éthiques des politiques d'investissement
+1	Le fonds fournit des informations claires sur sa stratégie et ses objectifs
+1	Le fonds identifie clairement ses filiales et fournit des informations sur ses contacts
+1	Le fonds identifie les managers externes si c'est possible
+1	Le fonds gère son propre site web
+1	Le fonds fournit adresse, téléphone et fax

Source : www.swfinstitute.org, consultée 17/06/2018

Les résultats de ce classement sont donnés dans un tableau qui donne une note de 10 à 1 pour les fonds les plus ou moins transparents (voir annexe n°1). Les fonds norvégien, canadien et singapourien sont noté 10 alors que les fonds russe (5), Botswana (6) et Brunei (1).

1.2.2.2. La menace pour les entreprises

D'après Radon et Thaler¹², les investissements des fonds d'Etat dans les entreprises privées, entraineront pour l'économie de marché des conséquences, qui se ramènent à ce que la propriété cesse d'être entièrement privée, puisque l'Etat investisseur devient actionnaire. De plus, ces fonds peuvent nuire à ces entreprises, car ils auront le pouvoir de les fermer, délocaliser leur savoir-faire et exploiter des informations internes, pour favoriser le développement de certains secteurs dans leurs pays. Les fonds souverains entraineront la baisse de la productivité, de la croissance et de l'innovation de l'entreprise.

1.2.2.3. Des investissements à motivations politiques

La principale préoccupation des pays occidentaux étaient que les investissements des fonds souverains essentiellement ceux de la Chine, de la Russie et du Moyen Orient soient destinés à prendre le contrôle de leurs industries stratégiques, telles que les télécommunications, l'énergie et les infrastructures, ainsi que la menace que ces pays utilisent leurs fonds pour appuyer leurs politiques étrangères. Dans les médias, certains investissements et projets incluant des

¹² Radon J, Thaler. J (2008), "Fonds souverains : le retour du capitalisme d'Etat", Problèmes économiques n°2951, p 21.

investisseurs appartenant aux pays émergents, sont souvent cités pour soutenir leurs idées et appeler au protectionnisme. Certains de ces cas sont :

- L'investissement de *China Lenovo Group* dans une entreprise informatique d'IBM ;
- L'achat de la banque russe *GAO Bank* de 5% dans EADS.
- La proposition de *China National Offshore Oil Corporation (CNOOC)* d'acheter la société pétrolière américaine UNOCOL, ce qui a provoqué une grande polémique aux USA et le retrait des chinois ;
- L'acquisition par *Dubai Port World* de la société britannique P&O qui est le quatrième opérateur portuaire au monde. Avec cet achat, DP World mettait la main sur six ports américains, ce qui a provoqué une grande polémique aux USA et de fortes pressions qui ont poussés DP World à revendre ses participations dans les activités portuaires aux USA.

L'argument qui est aussi évoqué, est la croissance des investissements de la Chine dans le secteur des matières premières en Afrique et en Amérique latine, afin de sécuriser ses approvisionnements.

1.2.3. Les dispositions prises par les pays d'origine et hôtes des fonds souverains

Avec la montée en puissance des fonds souverains, certains pays ont réagi en modifiant leurs politiques d'investissement étrangères. Ils ont soit élargi la liste des secteurs considérés sensibles ou bien créés de nouvelles lois.

Afin d'atténuer les craintes de ces pays, certains pays d'origine des fonds souverains ont adoptés des principes de bonne conduite mis en place par le FMI en 2008. Ces principes sont appelés « principes de Santiago ».

1.2.3.1. Les pays hôtes

Les pays sans exception ont des lois qui régulent l'entrée des capitaux et investissements étrangers dans leurs économies. Ces règles peuvent prendre la forme d'une interdiction directe, ou d'une limitation quantitative ou qualitative. Avec la montée des fonds souverains, le débat s'est élevé dans ces pays afin d'établir de nouvelles règles sur l'investissement étranger, ou bien réformer celles qui existent déjà. D'après Steffen Kern¹³, l'initiative conduisant à des changements concrets dans l'entrée aux marchés, a été prise par les Etats Unis, l'Australie et l'Allemagne.

a) Les Etats Unis

En 1975, le congrès américain a mis en place *the Committee on Foreign Investment in the United State (CFIUS)* pour surveiller et évaluer les effets des investissements étrangers. Puisque ces investissements ont commencé à augmenter, le congrès a mis en place le dispositif législatif Exon-Florio en 1988, qui permet aux USA de réglementer les investissements des pays

¹³ Kern. S, op.cit, p 24

étrangers sur son territoire et bloquer les investissements étrangers, qui constituent une menace pour la sécurité nationale¹⁴.

En 2007, par une loi sur l'investissement étranger et la sécurité nationale (*Foreign Investment and National Security Act, FINSA*), les règles de l'activité du CFIUS ont été modifiées, dans le cas où les investissements émaneraient de sociétés ou de véhicules d'investissement, contrôlés par des gouvernements étrangers. La liste des transactions soumises à l'examen du CFIUS pour des questions de sécurité nationale, a été étendue pour inclure toute fusion, acquisition et prise de contrôle en provenance d'une entité étrangère, ainsi que toute transaction dans laquelle l'acquéreur est un Etat étranger ou une de ses entités. Dans le cadre de cette réforme, la définition de la sécurité nationale a été étendue, pour inclure des transactions concernant les infrastructures critiques, l'énergie et les technologies critiques¹⁵.

b) L'Australie

L'Australie suit depuis 1975, un processus de présélection des investissements étrangers introduits par *The Foreign Acquisition And Takeover Act*. L'objectif de ce processus, est de s'assurer que les investissements étrangers sont en accord avec les intérêts nationaux. Ce processus exige que toute proposition d'investissement importante, incluant tous les investissements faits par des gouvernements étrangers ou par leurs entités, soient notifiés au gouvernement et examiné par *The Foreign Investment Review Board (FIRB)*. Le FIRB joue un rôle consultatif, la décision finale revient au Trésor qui peut rejeter la proposition qui semble en opposition avec les intérêts nationaux¹⁶.

c) L'Allemagne

Depuis 2004, toute transaction touchant à plus de 25% du capital d'une société allemande doit être déclaré au ministère de l'économie. A partir de 2008, le gouvernement s'est octroyé le droit d'imposer un droit de veto sur des projets d'investissement, qui viendrait prendre une participation supérieure à 25% du capital d'une société allemande, et qui émanerait d'un pays non membre de l'Union. En 2017, le gouvernement a étendu le délai de traitement des offres à quatre mois au lieu de trois, et a étendu le champ des transactions soumises à son examen, notamment dans le domaine des prestataires de services ou de fabricant de logiciels, utilisés par des secteurs stratégiques tels que les réseaux d'électricité, les centrales nucléaires, l'approvisionnement en eau et le réseau des télécommunications.

d) La France et la Grande Bretagne

La Grande Bretagne et la France n'ont pas été hostiles aux investissements des fonds souverains. Ils ont salué leur venue comme celle de tous les investisseurs étrangers. Le gouvernement britannique ne peut intervenir dans le cadre d'un investissement étranger, que dans très peu de secteurs tels que la défense, la presse et la distribution de l'eau. Néanmoins, il se réserve la possibilité d'élargir cette liste¹⁷.

¹⁴ Puel Jean-Marc (2009), «Les fonds souverains, Instruments financiers ou arme politique ? », Édition autrement, Paris, p 45

¹⁵ Kern. S, op.cit. p24.

¹⁶ www.legislation.gov.au, « Foreign Acquisition and Takeover Act 1975 », consultée 12/07/2017.

¹⁷ Kern. S, op.cit. p53.

Pour la France, le décret n° 2005-1739 du 30 décembre 2005 prévoit que les investisseurs étrangers souhaitant prendre le contrôle ou une minorité de blocage de 33.33% dans des sociétés, appartenant à des secteurs considérés comme sensibles, doivent solliciter au préalable, une autorisation auprès des autorités françaises¹⁸.

1.2.3.2) Les principes de Santiago

Sur injonction du G8, le FMI a proposé de mettre en place un code de bonne conduite, qui a été publié en octobre 2008. Le premier mai 2008, un groupe de travail sur les fonds souverains a été créé à Washington. Il a été convenu que le processus sera coordonné par le FMI.

Le groupe de travail se compose de 26 pays membres du FMI dotés de fonds souverains¹⁹. Il s'est réuni à trois reprises à Washington, Singapour et à Santiago au Chili, pour recenser et rédiger un ensemble de principes et de pratiques généralement acceptés (PPGA), qui sont par la suite appelés « Principes de Santiago ». Le Groupe a bénéficié de contributions d'un certain nombre de pays d'accueil : Afrique du sud, Australie, Allemagne, USA, Brésil, France, Inde, Italie, Japon et le Royaume Uni, ainsi que de la commission européenne, de l'OCDE et de la Banque mondiale. Le FMI a facilité et coordonné les travaux en faisant office de secrétariat du Groupe de travail²⁰.

Les PPGA sont des pratiques volontaires, dont l'objectif est de constituer un ensemble de principes et de pratiques généralement acceptés, qui visent à promouvoir le cadre institutionnel, la gouvernance et les opérations de placement des fonds souverains. Ils devraient améliorer la perception des fonds souverains comme entités à vocation économique et financière, tant par le pays d'origine que par les pays d'accueil. Ces principes et pratiques peuvent être appliqués par les pays, quel que soit leurs niveaux de développement économique (voir annexe 2).

L'application de chaque principe est subordonnée aux lois en vigueur dans le pays. Ils portent sur les pratiques et principes régissant trois domaines :

1. Le cadre légal, les objectifs et la coordination avec les politiques macroéconomiques ;
2. Le cadre institutionnel et la structure de gouvernance ;
3. Le cadre d'investissement et la gestion des risques.

Ces principes ont été adoptés par les pays déjà cités, afin d'atténuer les craintes des pays d'accueil, et leur prouver que les fonds souverains ne sont pas une menace, mais de simples investisseurs à la recherche de rendements financiers.

Au final, après avoir exposé les différentes réactions et arguments avancés, certains points doivent être soulignés :

¹⁸ www.Dalloz-actualite.fr, « Investissement en France : la France réagit », 19/05/2014.

¹⁹ Les membres du groupe de travail sont les pays suivants : Australie, Azerbaïdjan, Bahreïn, Botswana, Canada, Chili, Chine, Emirats Arabes Unies, Etats Unis, Guinée équatoriale, Iran, Corée du sud, Koweït, Libye, Mexique, Nouvelle Zélande, Norvège, Qatar, Timor-Leste, Trinité et Tobago. Les observateurs admis à titre permanent sont l'Arabie Saoudite, Oman, le Vietnam, l'OCDE et la Banque mondiale.

²⁰ International Working Group of Sovereign Wealth Funds (October 2008), Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices, p1.

- L'argument de transparence ne devrait pas être appliqué uniquement aux fonds souverains, du moment que d'autres fonds le sont aussi, à savoir les fonds spéculatifs et les fonds de private equity, qui en plus d'être lourdement endettés, prennent beaucoup de risques. Par conséquent, toute faillite peut engendrer un risque systémique, qui touchera tous les marchés. L'exemple le plus frappant fut le cas de la faillite du fonds LTCM (Long Term Capital Management) en 1998, qui a secoué Wall Street poussant certaines grandes banques internationales à intervenir, afin de rassurer les marchés et limiter les dégâts.
- Les fonds souverains n'ont jusqu'à présent pas nuit aux entreprises ciblées, aucune preuve n'a fait état de l'utilisation des investissements pour des objectifs politiques. Contrairement à certains fonds de pension américains, tels que le *Montana Board of Investment* qui a vendu ses parts dans des sociétés françaises, suite au refus de la France de soutenir l'invasion de l'Irak par les Etats Unis, et la compagnie de Calpers pour boycotter les sociétés ayant des relations avec le Soudan à cause du Darfour²¹.

Sur les marchés financiers, l'effet moutonnier fait partie de la psychologie de l'investisseur décrite par la finance comportementale. D'après les études réalisées, les fonds souverains investissent de la même manière que les autres investisseurs institutionnels (fonds de pension, fonds mutuels) et ont les mêmes effets que ces derniers, alors l'effet moutonnier n'est pas propre aux investissements de ces fonds.

Section 2 : Les fonds souverains après la crise de 2008

On dit que les crises les plus sévères sont celles qui débouchent vers une crise économique aussi sévère, c'est le cas de la crise financière de 2008. Cette crise a été suivie d'une récession mondiale sévère, où le chômage a augmenté et les taux d'intérêts ont baissé, suites aux politiques monétaires non conventionnelles, suivies par les banques centrales des pays occidentaux. Les fonds souverains devaient alors adapter leurs stratégies d'investissement à ce climat d'investissement instable. Enfin, on ne peut omettre de parler de la chute des prix du pétrole à partir de l'été 2014 et leur impact sur ces fonds, étant donné que la plupart sont financés par les recettes d'exportation de cette matière première.

2.1. Etat de l'économie mondiale depuis 2008

Le monde est entré en récession quasi générale au second semestre 2008. Les taux de croissance mondiaux ont fortement baissés, ainsi que les taux d'intérêts des pays occidentaux. Durant toute la période de turbulence, les prix du pétrole ont été très élevés. Cependant, l'été 2014, ils ont amorcé une chute vertigineuse, qui a entraîné les marchés pétroliers dans une instabilité durable.

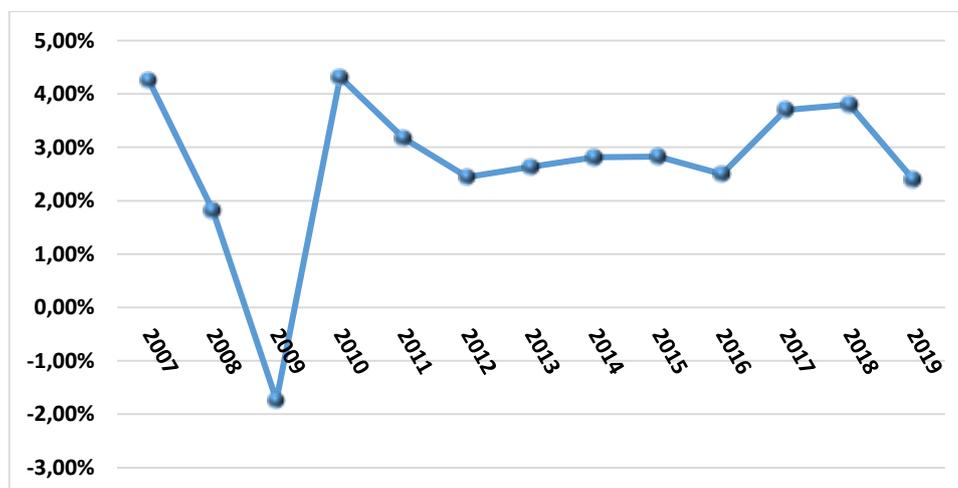
2.1.1. La récession mondiale

La crise de 2008 a eu des répercussions assez graves, car en quelques temps, elle s'est transformée en une crise économique mondiale avec des faillites, fermetures d'usines, hausse du chômage et par conséquent hausse de la pauvreté. Le taux de croissance mondiale qui été

²¹ Plotkin. M (2008), "Foreign Direct Investment by Sovereign Wealth Funds: Using the market and the committee on foreign investment in the United States together to make the United States more secure", The Yale Law Journal Pocket Part, <http://thepocketpart.org/2008/11/17/plotkin.html>.

de 4.25% en 2007 a chuté à -1.738% en 2009 pour aller jusqu'à 4.31 en 2010. Après s'être stabilisé autour de 2.5% de 2012 à 2016 et une petite hausse en 2017, les taux sont repartis à la baisse en 2018 et 2019 comme le montre la figure n°10.

Figure n°10 : Evolution de la croissance mondiale



Source : réalisé à partir des données de la Banque mondiale (www.worldbank.org)

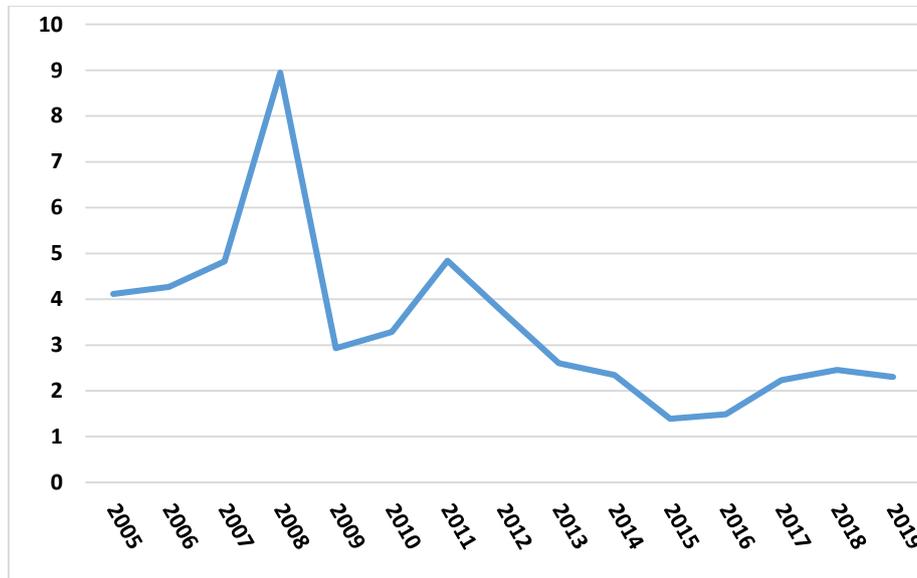
La crise de 2008 a commencé dans la sphère financière, puis s'est transmise à la sphère réelle, plongeant l'économie mondiale dans une crise économique très grave. Cette transmission est passée par les canaux suivants²² :

- L'accès au crédit est devenu plus difficile et coûteux : les prêteurs confrontés à un risque de défaut accru, ont fait payer plus cher les emprunteurs et durci leurs conditions d'octroi de crédits (augmentation des exigences de garanties, etc.) ;
- La crise financière a entraînée aussi une crise de confiance généralisée. Les ménages par crainte de chômage, ont accru leur épargne de précaution. Les entreprises ont restreint leurs investissements, par anticipation de débouchés et de restriction supplémentaires de crédits. La diminution de la demande s'est ainsi auto-entretenue ;
- La réduction de la demande intérieure dans les pays touchés par la crise, a entraîné la contraction du commerce mondiale. La crise économique s'est propagée dans les pays, à priori peu touchés directement par la crise financière comme le Japon, par le biais des exportations et des ajustements de taux de change (le Yen s'est fortement apprécié vis-à-vis du dollar entre avril et décembre 2009).
- Quant aux pays en développement et émergents, la crise financière a eu des répercussions sur eux à travers les marchés financiers, car il y a eu un repli des capitaux vers les valeurs refuges, et la fuite des capitaux des pays émergents vers les économies avancées, en particulier les Etats Unis d'un côté et la baisse des flux d'investissement direct étrangers (IDE) depuis le début de la crise.

²² Bricogne. J-C, Fournier J.M, Lapègue. V, Monso. O (2010), « De la crise financière à la crise économique : L'impact des perturbations financières de 2007 sur la croissance de sept pays industrialisé », Revue Economie et Statistiques, N°438-440.

Les taux d'inflation ont été très élevés en 2008 (8.95%), mais ils ont connu une chute importante depuis pour atteindre les 1.393% en 2015, faisant planer en Europe le spectre de déflation en atteignant -0.170%, 0.756% aux Etats unis, 0.756% en Grande Bretagne en 2014 (voir figure n° 12). Depuis 2017 à 2019, l'inflation tourne autour des 2.5%, comme le montre la figure suivante.

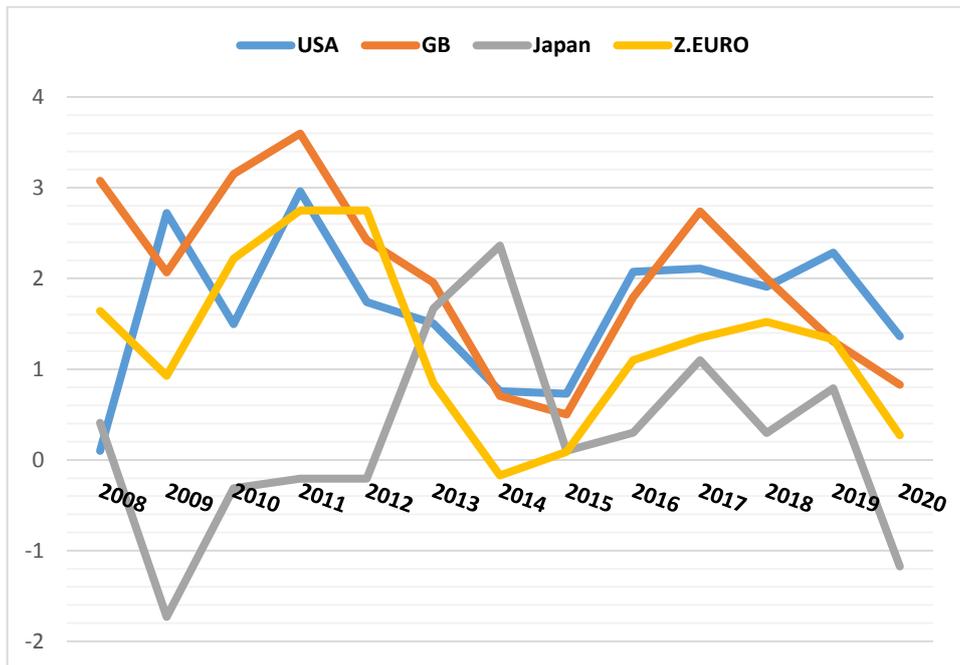
Figure n°11 : Evolution des taux d'inflation mondiaux



Source : réalisé à partir des données de la Banque mondiale (www.worldbank.org)

L'évolution des taux d'inflation des pays développés depuis 2008 résumée dans le graphe n° 12, montre que ces taux ont connu des fortes baisses jusqu'en 2020, atteignant parfois des taux inférieurs à 1% voire même négatifs. Le Japon était déjà en situation de déflation depuis les années 1990. D'après la figure s, les taux d'inflation japonais étaient négatifs de 2009 à 2012, puis ont connu une remontée puis baissent encore. Quant aux autres pays, de fortes baisses sont constatées en 2015, puis en 2019. Les statistiques de 2020 indiquent que les taux d'inflation du Japon et de la zone euro sont négatifs (-1.173% et -0.266%), inférieur à 1% pour la Grande Bretagne (0.829%) et 1.362% pour les USA.

Figure n°12 : Evolution des taux d'inflation (Etats-Unis, Japon, zone Euro et Grande Bretagne) :

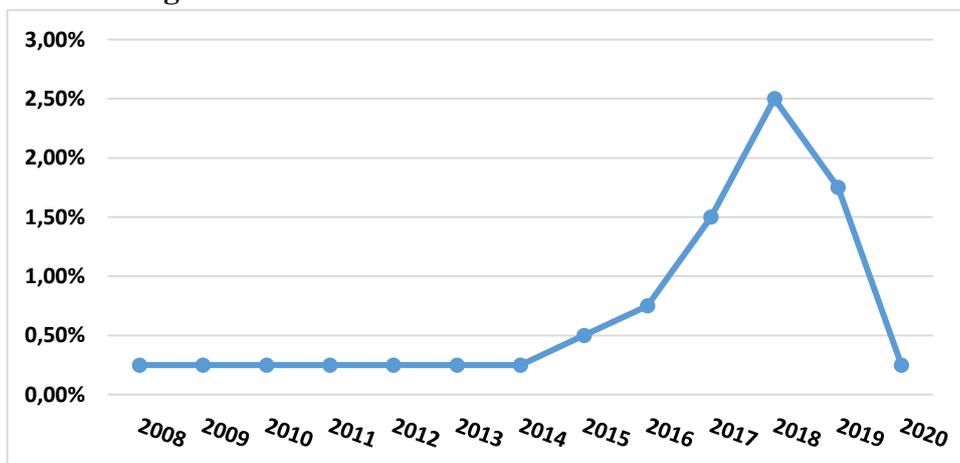


Source : réalisé à partir des données de www.global.rates.com

2.1.2. Des taux d'intérêts historiquement bas

Pour faire face à la crise, les banques centrales des pays occidentaux ont injectés des milliards, dans le cadre des politiques monétaires non conventionnelles suivies et ont fait baissé les taux d'intérêt directeurs, afin d'encourager le crédit et relancer leurs économies. Les taux directeurs de la FED et ceux de la BCE n'ont cessé de baisser, pour atteindre des niveaux très bas ; 0.250% pour la FED en décembre 2008, puis augmenté mais d'une manière très timide, pour atteindre 2.25% en septembre 2018 et baisser à 1.750% en 2019 puis à 0.25% en mars 2020. Quant à la BCE, sont principale taux directeurs se situe depuis mars 2016 à 0.00% (voir graphique n°4,5) et les mêmes niveaux des taux sont appliqués par d'autres pays ce que nous allons voir dans le tableau n°7.

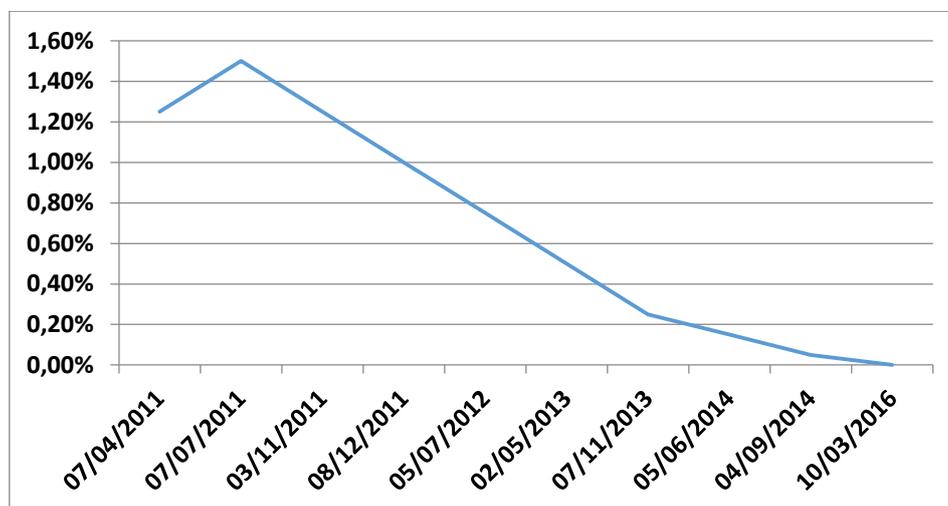
Figure n°13 : Evolution du taux d'intérêt de la FED



Source : réalisé à partir des données de www.global.rates.com

La BCE a réduit ses taux directeurs jusqu'à les annuler complètement à partir de 2016. Ces taux sont jusqu'à présent nulles.

Figure n°14 : Evolution des taux d'intérêts de la BCE



Source : réalisé à partir des données du site www.global-rate.com

Tableau n°7 : Les taux d'intérêts actuels de quelques banques centrales

Banque centrale	Taux d'intérêt actuel	Date
Federal Reserve Bank (FED)	0.250%	15/03/2020
Bank of England (BoE)	0.100%	19/03/2020
Bank of Canada (BoC)	0.250%	27/03/2020
European Central Bank (ECB)	0.000%	10/03/2016
Bank of Japan (BoJ)	-0.1%	01/02/2016
Riksbank (Suède)	-0.250%	19/12/2019
Swiss National Bank (SNB)	-0.750%	15/01/2015
People's Bank of China (PBC)	3.850%	20/04/2020

Source : Réalisé à partir des données du site www.global-rate.com

D'après le tableaux ci-dessus, les taux directeurs des pays développés sont très bas, voir même négatifs, ce qui va à l'encontre des enseignements acquis, qui disent que l'intérêt est la somme d'argent perçu par le prêteur, qui renonce temporairement à l'usage de son argent et préfère le placer.

Les taux d'intérêts négatifs veulent dire, qu'à la place de recevoir de l'argent sur les dépôts, les déposants pourraient payer pour déposer leur argent à la banque. Les taux de référence qui sont la base de tous les autres taux d'intérêts deviennent négatifs, suite à un accroissement des liquidités sur le marché monétaire. En d'autres termes, les autorités monétaires augmentent l'offre de monnaie pour faire baisser son prix, cela afin de relancer la croissance économique et stimuler l'inflation (lorsque le spectre de la déflation la menace). Cette influence s'opère à

travers deux canaux : (1) le canal des cours de changes. Des taux d'intérêts négatifs rendent les placements moins attrayants, alors la demande de monnaie baisse et le taux de change se déprécie, ce qui ira en faveur des exportations et de la production locale. (2) La baisse des taux directeurs devraient amener à la diminution des autres taux d'intérêts nominaux, diminuant ainsi le coût du crédit. Les investissements et la consommation s'en trouveront alors stimulés et l'inflation progresse.

2.3. Les investissements des fonds souverains durant cette période

Après la crise financière de 2008, les fonds souverains ont élargi leurs champs d'investissements, en incluant pour les plus actifs, différents secteurs et zones géographiques. Ces fonds ont commencé à prendre un peu plus de risque, en diversifiant la gamme des actifs composant leurs portefeuilles. Les tableaux ci-dessous montrent l'évolution des portefeuilles de deux grands fonds souverains entre 2008, 2017 et 2019, c'est-à-dire durant la période que nous avons cité ci-dessus. Le constat est claire, les deux fonds ont augmenté leur allocation de capitaux vers les actifs qualifiés généralement de risqués. La part des actions est passée de 3.2% à 43.6% puis 38.9 pour le CIC et 40% à 66.3% puis 70.8% pour le GPF-G. Ce qui est encore frappant, c'est l'investissement dans les actifs alternatifs, qui était inexistant en 2008, mais qui a atteint les 39.3% puis 42.2% pour le CIC et 3% pour le GPF-G.

Tableau n°8 : Evolution du portefeuille du CIC 2008-2017

Année	Cash & autres	Titres à revenus fixes	Actions	Actifs alternatifs
2008	87.8%	9%	3.2%	-
2017	1.25%	15.9%	43.6%	39.3%
2019	1.2%	17.7%	38.9%	42.2%

Source: China Investment Corporation, "2017 and 2019 Annual Reports", www.china-inv.cn

Tableau n°9 : Evolution du portefeuille du GPF-G 2007-2018

année	actions	Titres à revenus fixes	immobilier
2007	40%	60%	-
2018	66.3%	30,7%	3%
2019	70.8%	26.5%	2.7%

Source: Government Pension Fund- Global, "2018 and 2019 Annual Reports", www.nbim.no

Les faibles taux d'intérêts, joints à la volatilité et l'incertitude qui règne sur les marchés des actions (beaucoup d'incertitudes causées par les tensions commerciales entre les USA et la Chine ainsi que le Brexit), ont poussé les fonds souverains à l'instar des autres investisseurs, à s'intéresser aux actifs alternatifs à la recherche de rendements plus élevés. Les infrastructures, l'immobilier et le private equity sont devenus les nouvelles destinations de leurs investissements.

Cette nouvelle orientation peut s'expliquer par certains facteurs qui caractérisent cette classe d'actifs. L'immobilier est une classe d'actifs dont les rendements sont élevés et procure une

protection contre l'inflation. Les infrastructures attirent les investissements grâce à leurs solides fondamentaux, à savoir des flux de rendements constant et un faible risque apparent. Quant aux private equity, il s'agit des investissements orientés essentiellement vers des entreprises capable de conduire des innovations dans technologiques (biotechnologie, santé, e-commerce, etc.), ceci dans un but financier bien sûr mais aussi stratégique, car lorsqu'ils investissent dans des start up qui développent certaines technologies, ils pourront user de leur influence, pour un transfert de la technologie vers leurs pays, ce qui aidera dans le développement et la diversification de leurs économies locales.

La diversification ne s'est pas limitée aux classes d'actifs, les secteurs d'investissement ont été aussi diversifiés. Les fonds souverains ne se limitent plus au secteur financier, mais touchent désormais aux matières premières, énergies renouvelables, industries, etc., comme le montre le tableau suivant

Tableau n°10 : Quelques investissements des fonds souverains après la crise

Fonds	Actif	Année	valeur	Pays
ADIA	RENEW power	2015	200 millions USD	Inde
QIA	Claridge Hotel	2015	100%	Grande Bretagne
QIA	Veolia	2010	5%	France
ADIA	Hakkasam& Yanatch	2011	30.5 millions EUR	Grande Bretagne
QIA	Parque das Conchas	2014	23%	Brésil
Temasek Holding	Watson Holding Limited	2014	25%	Hong Kong
Temasek Holding	Olam International Limited	2014	52%	Singapour
CIC	Chesapeake Energy Corporation	2010	200 millions USD	USA
CIC	Shanduka Group	2011	25.8%	Afrique du Sud
CIC	Thames Water Utilities	2012	8.68%	Grande Bretagne

Source : réalisé à partir des articles de la presse spécialisée (Reuters, Bloomberg, etc.)

2.4. Les fonds souverains et la chute des prix du pétrole

Le marché du pétrole est composé de deux marchés : un marché spot et un marché de contrats à termes. Le marché spot est le lieu sur lequel s'échangent des barils de pétrole physique entre

les compagnies productrices (offreurs) et les raffineries, qui transforment le pétrole brut en produits utilisables par les clients finaux (demandeurs).

Au côté de ce marché physique, s'est développé un autre marché où s'échangent virtuellement des barils de pétrole, car le pétrole est vendu et acheté d'après une valeur future et en règle générale, il n'y a pas d'échange physique. Ces opérations se réalisent sur le marché des contrats à terme ou Futures en anglais, dont les deux principaux sont le NYMEX (New York Mercantile Exchange) situé à New York et l'ICE (Intercontinental Exchange) situé à Londres. Ces marchés permettent aux producteurs et acheteurs (raffineries et grosses entreprises consommatrices de produits pétroliers telles que les compagnies aériennes) de se couvrir contre les variations défavorables des cours. Ce mécanisme de couverture s'appelle « le hedging ». Les opérateurs qui le pratiquent, ne visent pas le gain à court terme, mais plutôt une couverture contre les risques.

Les opérateurs cités ci-dessus ne sont pas les seuls qui interviennent sur ce marché. D'autres investisseurs se portent contrepartie, en endossant les risques contre lesquels les premiers tentent de se protéger. Ils interviennent pour tirer des profits à court terme en se basant sur leurs propres anticipations, sur l'évolution du marché pétroliers. Ces opérateurs sont des spéculateurs qui apportent d'un côté des liquidités à ce marché, mais de l'autre côté, contribuent à l'accélération des fluctuations des prix.

Les marchés pétroliers sont très instables, ils connaissent des parfois des épisodes de hausse suivis directement par des contres choc baissiers importants. D'après Baffes et Kshirsagar²³, les prix du pétrole brut ont chuté de 51.2% durant 83 jours de négociations (01 octobre 2014 au 29 janvier 2015). Depuis 1984, lorsque le pétrole a commencé à être négocié sur les marchés des contrats à termes, il y a eu trois épisodes comparables à cette chute. La plus grande s'est produite durant la crise financière de 2008/2009 (les prix ont chuté de 76.7% en 113 jours de négociations), suivi du crash de 1985/86 lorsque l'OPEP a abandonné le ciblage des prix (les prix ont chuté de 66.4% en 82 jours), et le crash lié à la première guerre du golfe, lorsque les prix ont décliné de 47.9% durant 71 jours.

Les prix du pétrole ont atteint le record de 147.2 dollars en juillet 2008, puis sont retombés à 33.73 dollars en décembre 2008. Les prix ont demeuré au-dessous des 50 dollars en 2009, puis ont augmenté pour se stabiliser autour des 100 dollars jusqu'en juin 2014, où ils ont amorcé une nouvelle chute atteignant le seuil de 28.94 dollars en 15 janvier 2016 (voir figure n°7 et dans le chapitre I)

Cette chute brutale a pris de cours les pays exportateurs de pétrole, qui ont fait appel à leurs fonds souverains. D'après la presse, le gouvernement norvégien a effectué un retrait de 780 millions de dollars de son fonds souverain en janvier 2016, l'Arabie Saoudite 70 milliards en décembre 2015. Le fonds Qatari a vendu plusieurs actifs (4.4 millions d'actions dans Tiffany &co réduisant ses parts de 13 à 9.5%, il a réduit aussi ses parts dans le crédit suisse de 5.01 à 4.94 % , dans *Rosenefit* gardant 4.7%, et enfin injecté 40 milliards de dollars pour soutenir l'économie locale. Le fonds émirati ADIA a retiré 77 milliards autrefois confiés aux mangers

²³ Baffes. J , Kshirsagar. V (2015), « Sources of volatility during oil prices crashes », World Bank, p402.

externes et *Russian Reserve Fund* a liquidé en 2015 des actifs valant plus de 20 millions de dollars pour couvrir le budget.

Ces interventions montrent que l'objectif de stabilisation est présent dans tous les fonds quel que soit sa stratégie d'investissement. Les Médias ont supposé que les fonds souverains allaient liquider tous leurs actifs, afin de soutenir leurs budgets. Sur le terrain, les investissements de ces fonds ne se sont pas arrêtés, Il y a eu 70 transactions en 2015 faites pour un total de 22.46 milliards de dollars. Toutefois, les fonds pétroliers n'ont été concernés que par 9 milliards de dollars. Le gros des investissements a été réalisé par la Chine et le Singapour²⁴. Depuis l'année 2000 comme le montre le tableau n°11, le nombre de transactions des fonds souverains n'ont cessé d'augmenter et les montants aussi jusqu'en 2009, où les montants investis ont baissé, ce qui montre qu'ils sont toujours actifs.

Le tableau n° 11 montre que durant le deuxième et le troisième trimestre 2018 que 16 des 37 fonds actifs incluent dans la base de données, ont accompli 108 investissements avec un total de 28.9 milliards USD. Les fonds asiatiques figurent en premières place (Temasek, CIC et GIC avec 7.236, 6.449 et 6.355 milliards USD), suivis par ceux du golfe (PIF, KIA et Mubadala avec 2.073, 1.7 et 1.264 milliards USD).

Tableau n°11 : Les investissements des fonds souverains avant et après la chute des prix du pétrole (milliards USD)

Année	Nombres de transactions	Montants investis	Année	Nombres des transactions	Montants investis
2000	27	1.8	2008	173	111.7
2001	20	0.5	2009	158	88.2
2002	33	1.3	2010	210	47.6
2003	38	1.8	2011	250	47.6
2004	53	5.7	2012	270	58.4
2005	93	11.5	2013	175	50.1
2006	92	25.2	2014	133	68.6
2007	137	77.7	2015	186	48

Source : Bortolotti .B (2015), op.cit. p 6.

Pour finir, il est nécessaire d'aborder les derniers événements traversés par le monde en 2020. En décembre 2019, les autorités chinoises ont signalé à l'Organisation mondiale de la santé (OMS), l'apparition d'un virus du corona nommé par la suite COVID 19, qui n'a pas tardé à se

²⁴ Bortolotti. B (2015), *The sky didn't fall*, sovereign Wealth funds annual report, p 17, <https://www.ifswf.org/sites/default/files/Bocconi%20SIL%202016%20Report.pdf>.

propager au monde entier. A partir de mars 2020, le monde est entré dans un confinement général qui a paralysé l'économie mondiale, entraînant sur le marché pétrolier, un effondrement de la demande, une crise de surproduction et une saturation des capacités de stockage.

Les prix du pétrole se sont alors effondrés, s'établissant autour des 20 dollars. Les prix du brut américain a connu en avril une situation inédite ; les prix sont descendus à un niveau négatif se vendant à -37 dollars le 20 avril 2020. Cette situation a rajouté du poids au fardeau qui pesait déjà sur les fonds souverains. Ces derniers ont du intervenir de nouveau pour porter secours aux économies de leurs pays d'origine avec des retrait et des recapitalisations d'entreprises nationales.

Au moment où le Qatar et le Kuwait ont évité de puiser des fonds de leurs fonds souverains pour faire face à leurs problèmes budgétaires, en empruntant 7.6 milliards USD sur les marché pour le Qatar et en faisant appel à d'autres source pour le Kuwait, d'autres par contre, n'ont pas hésité à faire appel à leurs fonds, ce que nous allons présenter dans le tableau suivant.

Tableau n°12 : Les retraits des fonds souverains suite à la chute du prix du pétrole et la crise sanitaire mondiale (milliards USD)

Pays - Fonds	Action	Actifs sous gestion
Angola-FSDEA	Retrait de 1.5 milliards USD	3.7
Azerbaïdjan-SOFAZ	Retrait de 2.7 milliards USD	41.3
Botswana- Paula Fund	Retrait de 300 millions USD	1.3
Colombie- FAE	Le gouvernement projette de retirer environ 3.2 milliards USD	3.9
Chili-ESSF	Retrait de 2 milliards USD	10.5
Ghana-GSF	Retrait de 200 millions USD	0.334
Kazakhstan-National Fund	Le gouvernement a liquidé 1.1 milliards USD d'actifs	60
Mexique-FEIP	Retrait de 5.4 milliards USD	8.1
Norvège- GPF-G	Le gouvernement prévoit le retrait de 37 milliards USD	1122.11
Pérou- Fiscal Stabilisation Fund	5.4 milliards USD	5.4
Russie- National Welfare Fund	Retrait de 1/3 du fonds	130
Timor Lest	Retrait de 250 millions USD	18.1
Trinidad and Tobago Heritage and Stabilization Fund	Le gouvernement prévoit le retrait de 1.5 milliards USD	6.3

Source: Bauer, A. (August 2020), How have governments of resource rich countries used their sovereign Wealth funds during the crisis? Natural Resource Governance Institute, <https://resourcegovernance.org/blog/how-have-governments-resource-rich-countries-used-their-sovereign-wealth-funds-during-crisis>.

D'autres fonds sont intervenus à l'intérieur du pays, pour soutenir des entreprises publiques, telles que l'investissement du fonds souverain turc dans « Turkish Airline » et « Turk Telecom et les soutiens des fonds malaysien à malaysian Airlines et les soutiens de Temasek à Singapour Airlines, etc

Enfin, malgré les dégâts qu'elles causent, les crises offrent des opportunités d'investissements qui attirent les fonds souverains. En effet, d'après son site officiel, durant l'année 2020, le fonds émirati Mubadala a été actif en matière d'investissement. Il a par exemple signé un partenariat d'investissement de 25 ans avec Silverlake Partners, une société internationale de capital investissement axée sur les investissements dans les secteurs technologiques.

Le fonds saoudien PIF (Petroleum Investment Fund) a investi environ un milliard de dollars dans les compagnies pétrolières européenne : Royal Dutch Shell ; Equinor ; Total ; Enie et a acquis des parts dans d'autres entreprises tels que Facebook, Citigroup ; Boing et autres.

Dans cette section, nous avons constaté que l'environnement instable de l'économie mondiale ces dernières années, a poussé les fonds souverains à porter secours à leurs pays, soit en couvrant les déficits budgétaires ou bien aidant des entreprises locales où ils détiennent des parts, en leur accordant des capitaux, des crédits ou des garanties comme l'ont fait certains fonds souverains. Cela montre que malgré la multitude d'objectifs spécifiques à chaque fonds (épargne pour les générations futures, les retraites et développement), l'objectif de stabilisation reste commun à tous ces fonds.

Pour conclure ce chapitre, nous pouvons dire que les fonds souverains sont aujourd'hui acceptés en tant qu'investisseurs, après avoir suscités beaucoup de craintes et de levées de boucliers par les pays occidentaux.

Nous avons aussi constaté aussi que la situation macroéconomique mondiale en perpétuelle évolution, impacte fortement les marchés financiers et par conséquent les fonds souverains. Ces derniers ont adapté leurs stratégies d'investissements à ces instabilités en élargissant leurs champs d'investissements en allouant des capitaux à des actifs plus risqués (ex : les actifs alternatifs), à d'autres zones géographiques (les pays émergents et en développement).

Les stratégies d'investissement sur les marchés financiers, l'allocation des capitaux aux différentes classes d'actifs et la diversification, sont des opérations mise en place sur la base de certains principes qui doivent être pris en compte et respectés. Ces derniers ont fait l'objet d'une littérature très riche que nous allons tenter d'aborder dans le chapitre suivant.

Chapitre III :

L'allocation d'actifs

Chapitre III : L'allocation d'actifs : principes de base

Sun Tzu dans son œuvre « l'Art de la guerre » (544-496 av J-C), qui est très utilisé en finance dit : « Le général qui gagne une bataille a médité, calculé, avant de combattre. Le général qui perd une bataille a fait moins de calculs. Donc, beaucoup de stratégie mènent à la victoire, peu de stratégie à la défaite, que dire du hasard total ». De là, nous déduisons qu'investir dans un portefeuille ne se fait pas de manière hasardeuse, mais elle est le fruit d'une stratégie méditée et calculée à l'avance.

L'allocation d'actifs est une étape très importante pour un investisseur de portefeuille. C'est à ce moment-là que le portefeuille à gérer, est formé en matière de classes d'actifs. Le choix de ces classes d'actifs ne se fait pas au hasard, beaucoup de principes guident cette étape. Dans ce chapitre, nous allons traiter dans une première section, l'allocation d'actifs, ses principes, son historique à travers un rappel des théories ayant permis l'utilisation d'analyses quantitatives dans ce domaine et les critiques adressées à ces mêmes théories. Par la suite, expliquer les principes sur lesquels se basent les investisseurs, afin de faire leur choix en matière de classes d'actifs, car ces dernières sont variées, présentant chacun des spécificités.

Section 1 : Aperçu général sur l'allocation d'actifs

L'allocation d'actifs est la première étape qu'entreprend un gestionnaire d'actifs, puisque c'est à ce moment-là que les actifs qui composeront son portefeuille seront choisis, en tenant compte de plusieurs critères tels que : le capital investi, l'horizon d'investissement, les objectifs de rendement et l'aversion au risque.

1.1. L'allocation d'actifs : définition et typologie

Il existe trois types d'allocation d'actifs : stratégique, tactique et *market timing*. Nous allons les détailler, afin de faire ressortir les différences qui les caractérisent. Mais avant, il faudrait d'abord définir le concept d'allocation d'actifs.

1.1.1. Définition de l'allocation d'actifs

Cheng.Few.Lee et al¹ définissent l'allocation d'actifs comme « approche d'investissement centrée sur la détermination de l'ensemble de classes d'actifs, qui ont le plus de chance de procurer la combinaison du risque-rendement espéré, optimale pour l'investisseur »

D'après T. Schneeweis et al², le gros de l'allocation d'actifs est centré sur des outils quantitatifs ou approches utilisées, pour estimer les probabilités de ce qui peut arriver et les approches alternatives, utilisées pour gérer le risque (*Risk management*). Le risque ou l'incertitude est souvent le concept de base de l'allocation d'actifs. Tous ce qui se fait dans ce domaine, est basé sur l'arbitrage entre les risques et rendements des différentes classes d'actifs.

D'une manière générale, l'allocation d'actifs est le principe fondamental de la gestion de portefeuille. Il consiste à répartir un portefeuille entre différentes classes d'actifs (actions,

¹ Lee. C.F, Lee. A (2006), "Encyclopedia of Finance" Springer, New York, p 20.

² Schneeweis.T, Crowder G.B and Kazemi H (2010), "The new science of Asset allocation. Risk management in a multi-asset world", Wiley Finance, New Jersey, p1.

obligations, etc.), afin de réduire le risque grâce à la diversification, et à l'optimisation de la performance de ce dernier.

Le processus d'allocation d'actifs commence toujours par trois étapes³ :

1. **La description des opportunités d'investissement disponibles** : Dans cette étape, les classes d'actifs importantes et leurs caractéristiques (risque – rendement) sont analysées.
2. **Les préférences de l'investisseur** : Cette étape commence par la description des conditions financières de l'investisseur (actifs, passifs, objectifs financiers, etc.), afin d'estimer sa tolérance au risque et ses objectifs de rendement.
3. **La composition d'actifs optimale** : C'est une étape finale, où les informations ci-dessus sont utilisées pour développer une politique d'investissement et pour recommander une composition d'actifs optimale.

1.1.2. Les types d'allocation d'actifs

Il existe trois types d'allocation d'actifs. Le premier type est une stratégie à long terme, qui n'a pas besoin d'anticipations à court terme sur les marchés. Les deux autres par contre, nécessitent des anticipations à court terme.

1.1.2.1. L'allocation d'actifs stratégique

Le point de départ d'une gestion de portefeuille, est la décision d'allocation à long terme. Son objectif est de déterminer la combinaison d'actifs à long terme, qui va représenter l'équilibre (risque-rendement) désiré, en prenant en compte l'objectif de rendement, la tolérance au risque et les contraintes d'investissement.

L'allocation d'actifs stratégique est connue sous le nom de « *buy and hold* » ou mieux « *buy, hold and rebalance*⁴ ». Elle se concentre sur la sélection des classes d'actifs à détenir pour le long terme. Cette allocation ne devrait pas changer, sur la base des hausses et des baisses des cycles économiques ou à cause des doutes du public⁵.

L'allocation stratégique se place à l'opposé de deux autres allocations, dont l'horizon est plus court et nécessitant des anticipations à court terme, à savoir le *market timing* et l'allocation d'actifs tactique. Il s'agit là d'une approche dynamique d'allocation d'actifs, où la composition du portefeuille est activement ajustée, en réponse aux changements à court terme dans l'environnement économique. L'objectif est de prendre avantage à des inefficiences temporaires, c'est-à-dire des changements temporaires dans les conditions de marché qui vont favoriser une classe d'actif par rapport à une autre⁶.

³T.Schneeweis, G.B. Crowder and H. Kazemi, op.cit, p 60.

⁴ Rebalance : c'est le rééquilibrage régulier du portefeuille afin de correspondre aux objectifs de l'allocation. Les mouvements de prix des actifs financiers provoquent des changements dans les pondérations des actifs par rapport aux niveaux ciblés au départ. Afin de maintenir les objectifs du portefeuille face aux mouvements du marché, il faudra vendre les actifs ayant surperformés et acheter ceux qui ne l'ont pas.

⁵ Ferri. R (2010), All about Asset Allocation, second edition, Mc Graw-Hill, New York, p14.

⁶ Schneeweis .T, Crowder G.B and Kazem. H, opcit, page 91.

1.1.2.2. Le market timing

C'est une déviation à court terme de la cible que fixent les objectifs à long terme. Il s'agit de sur pondérer ou sous pondérer une classe d'actif, par rapport à une autre selon des anticipations à court terme. Généralement, l'arbitrage se fait entre les actions et les obligations. *Le market timing* implique que les caractéristiques du portefeuille dévient de celles qui sont définies dans sa politique générale, ce qui produit inévitablement des différences en termes de risque et de rendement⁷

1.1.2.3. L'allocation d'actifs tactique

Elle modifie les pondérations des instruments financiers au sein du portefeuille, en se basant également sur des anticipations à court terme. L'allocation d'actifs tactique joue sur trois classes d'actifs : les liquidités, les actions et les obligations. Il s'agit de sur pondérer ou sous pondérer les liquidités, par rapport aux autres classes d'actifs selon les anticipations.

Nous constatons là que l'allocation tactique a presque les mêmes fondements que le *market timing*, à l'exception de quelques différences. Ces deux techniques ont vue des heures de gloire puis leur intérêt s'est affaibli. Le *market timing* a été abandonné suite au krach de 1987 et remplacé par l'allocation d'actifs tactique, qui a mieux performé durant cette crise, puis son intérêt s'est estompé les années suivantes, car il souffrait des mêmes défauts que le *market timing*⁸.

Charles Ellis a écrit dans son livre intitulé « *Winning the loser's games* » que le *market timing* représentait une stratégie perdante. Selon lui, « il n'existe aucune preuve qu'il y ait jamais eu d'institution, possédant la capacité d'entrer régulièrement sur les marchés lorsqu'ils sont bas et d'en sortir lorsqu'ils sont haut. Les tentatives d'arbitrage entre les actions et les obligations, ou entre les actions et les instruments monétaires, dans l'anticipation des mouvements des marchés ont bien plus souvent échoué qu'elles n'ont réussie »⁹.

Les gestionnaires de portefeuilles institutionnels dont les horizons sont plus ou moins longs, détiennent des portefeuilles diversifiés. Ils optent plus pour la stabilité que procure l'allocation d'actifs stratégique, car le *market timing* et l'allocation d'actifs tactique définis comme des paris à court terme, exigent d'avoir raison à court terme, par rapport à des facteurs qui sont impossible à prédire à court terme¹⁰.

C'est dans ce sens que Roger G Ibboston et Paul D. Kaplan ont conduit une étude paru dans le *Financial Analyst Journal* de janvier/février 2000¹¹. Dans cette étude, ils ont posé la question de l'origine de la performance d'un portefeuille : la stratégie d'allocation d'actifs ou bien les compétences du gestionnaire dans le choix des actifs. Le résultat de l'étude a conclu que 90% des variations de rendements à long terme, étaient expliqués par la stratégie d'allocation

⁷Swensen. D (2009), « Gestion de portefeuilles institutionnelles », édition Maxima, Paris, p 82.

⁸ Idem, p84

⁹ Ellis. C (1998), *Winning the loser's games- Timeless strategies for successful investing*, cité dans Swensen. D, op.cit., p 82.

¹⁰ Swensen, David, op-cit, p 95.

¹¹ Ibboston.R, Kaplan.P. D (January 2000), « Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90 or 100 percent of Performance? », *Financial Analyst Journal*, , p 22-33.

d'actifs. Seul un petit pourcentage de la variation du rendement, était expliqué par les capacités du manager, qui arrive à timer le marché ou sélectionner des titres individuels.

1.2. Les fondements théoriques de l'allocation d'actifs

Harry Markowitz a été le premier à avoir introduit des variables quantitatives dans ce domaine. Sa théorie moderne du portefeuille, a révolutionné le monde de la gestion de portefeuille. Cependant, et comme toute théorie, elle a montré ses limites dans un environnement en perpétuelle évolution et a fait l'objet de plusieurs critiques.

1.2.1. La théorie moderne du portefeuille

Markowitz par son article intitulé « *Portfolio Selection* » publié en 1952, et par la suite son livre publié en 1959, est considéré comme le fondateur de la théorie moderne du portefeuille. Markowitz a été le premier à avoir utilisé des formules mathématiques, pour quantifier le rendement et le risque, représenté par le couple moyenne-variance qui peuvent être atteint à travers la diversification.

Pour Markowitz, le risque financier est non seulement nécessaire, mais désirable dans certains cas, afin de réaliser des rendements élevés. Il a aussi noté que ce dernier peut être réduit grâce à la diversification, où il faut tenir compte de la manière dont ces actifs fonctionnent ensemble afin de réduire le risque.

Il avait présenté comme mesure du rendement « la moyenne » de ces derniers et celle du risque « l'écart type », qui est une mesure de dispersion des rendements par rapport à leur moyenne, c'est-à-dire le nombre de fois qu'un rendement différent de celui espéré (moyenne) est obtenu.

D'après les résultats de son travail, il existe un portefeuille efficient qui offre le rendement le plus élevé pour un risque donné, ou le risque le moins élevé pour un rendement donné (voir figure n°15). Ce dernier ne peut être atteint, qu'en tenant compte de la relation qui existe entre les rendements des différents actifs, qu'il mesure avec la « covariance des rendements ».

Avec X_i qui représente la proportion d'actifs investis et R_i le taux de rendement, les formules du rendement espéré, de la variance et la covariance sont données comme suit :

Le rendement espéré d'un actif s'écrit :

$$\mu = E(R) = \frac{\sum R_i}{n} \dots\dots(1)$$

Le rendement espéré d'un portefeuille d'actifs s'écrit :

$$\mu_p = E(R_p) = \sum X_i E(R_i) \dots\dots(2)$$

La variance d'un actif s'écrit :

$$\sigma^2 = E(R_i - E(R_i))^2 = E(R_i^2) - E(R_i)^2 \dots\dots\dots(3)$$

La variance d'un portefeuille d'actifs :

$$\sigma^2 = X\sigma_i^2 + (1-X)\sigma_j^2 + 2XX_iX_j\sigma_{ij} \dots\dots\dots(4)$$

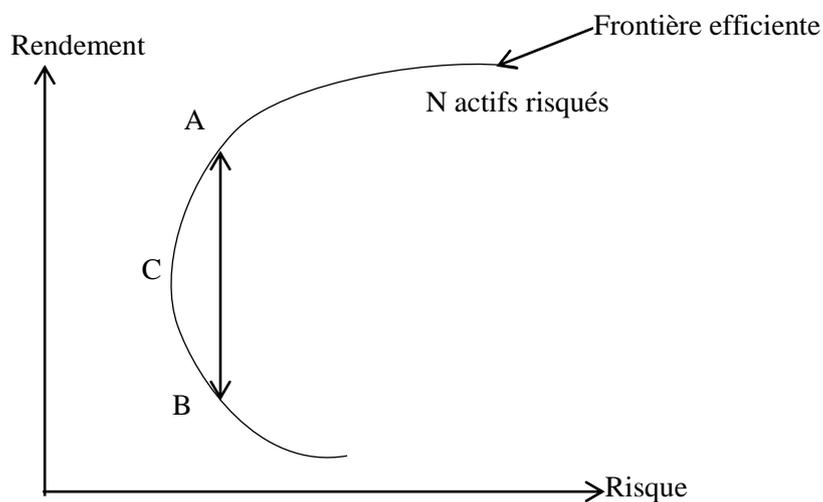
La covariance des rendements :

$$\sigma_{ij} = E [(R_i - E(R_i)) (R_j - E(R_j))] = E(R_{ij}) - E(R_i) E(R_j) \dots\dots\dots(5)$$

L'écart-type des rendements s'écrit :

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2} \dots\dots(6)$$

Figure n°15 : La frontière efficiente



Source : Poncet. P, Portait. R, « « La théorie moderne du portefeuille : Théorie et applications », p 803, <https://www.bm.com.tn/ckeditor/files/showdeclfileres.pdf>.

C : le portefeuille à variance minimum, c'est-à-dire le portefeuille d'actifs qui présente le risque le moins élevé. A et B sont deux portefeuilles d'actifs présentant le même risque mais des rendements différents. Le portefeuille efficient dans ce cas est le portefeuille A car pour un même risque que B, il procure un rendement plus élevé.

Les travaux de Markowitz ont servi de base pour beaucoup d'autres qui ont suivis. En premier, le modèle d'évaluation des actifs financiers (*Capital Asset Pricing Model*) développé par les américains William Sharpe (1964), John Treynor (1965), John Lintner (1965) et le norvégien Jan Mossin (1966).

Le rendement espéré d'un actif selon le modèle d'évaluation d'actifs financiers (MEDAF), est donné par la formule suivante :

$$E(R_i) = R_F + \beta (E(R_M) - R_F)$$

Où:

$E(R_i)$: le rendement espéré d'un actif

R_F : taux de rendement sans risque

$E(R_M)$: rendement espéré du marché

β : le risque systématique

Le MEDAF explique le taux de rentabilité d'un actif en fonction de son risque. Selon ce modèle, un titre a généralement deux risques : spécifique, lié directement à l'entreprise et qui peut être éliminé par la diversification et un risque de marché, non diversifiable appelé risque systématique. Seul le risque de marché est rémunéré. Il est mesuré par le bêta, qui est le degré de sensibilité du titre aux mouvements du marché, représenté généralement par les indices boursiers et la rémunération est la prime de risque, qui est fonction de la prime de marché. Autrement dit, le beta mesure la variation du rendement d'un actif par rapport au rendement du portefeuille de marché, comparé au risqué total.

$$\beta = \frac{Cov(R_i, R_m)}{\sigma_m^2}$$

$Cov(R_i, R_m)$: Covariance entre R_i et R_m

σ_m^2 : Variance de R_m

Le MEDAF indique aux actionnaires le taux de rémunération qu'ils sont en droit d'exiger, étant donné le risque qu'ils acceptent. C'est le taux d'actualisation des dividendes futurs, quand il s'agira d'estimer la valeur d'une action¹². Il est aussi utilisé, pour évaluer les stratégies d'investissement sur les marchés financiers, par rapport à une stratégie passive, à travers les ratios de performances (ratio de Sharpe, de Treynor et l'Alpha de Jensen)¹³.

- **Le Ratio Sharpe** est utilisé pour estimer le différentiel de rendement lié au niveau de risque pris. Il permet d'évaluer la qualité de certains placements, selon leur couple risque/ rendement. Ce ratio permet d'identifier la performance absolue d'un portefeuille, en utilisant l'actif sans risque. Il peut être utilisé pour sélectionner un fonds de placement.

$$S_p = \frac{E(R_p) - R_F}{\sigma_p}$$

S_p : ratio de sharpe d'un portefeuille p

¹² Broquet. C, Cobbaut. R, Gillet. R, Von Den Berg. A (1997), Gestion de portefeuille», De Boeck& Larcier S.A, Paris, p 28.

¹³ Poncet. P, Portait. R, op.cit., p 824.

R_P : rendement du portefeuille p

R_F : rendement de l'actif sans risque

σ_p : écart type du portefeuille (risque)

Les résultats du ratio peuvent être interprétés différemment dans trois cas :

1. Ratio < 0 : un ratio négatif indique un placement dont le rendement a été inférieur à celui de l'actif sans risque.
 2. $0 < \text{Ratio} < 1$: un ratio compris entre 0 et 1 indique un placement dont l'excédent de rendement par rapport au taux sans risque est inférieur au risque pris.
 3. Ratio > 1 : plus le ratio est élevé, plus le rendement a été important comparativement au risque pris.
- **Le ratio Treynor** mesure l'excès de rendement d'un portefeuille, par rapport à celui d'un investissement sans risque par unité de marché. Un ratio élevé signifie que, le portefeuille optimise son rapport rendement-risque. Il est utilisé pour la technique du stock picking¹⁴.

$$R_{P=} \frac{R_P - R_F}{\beta_P}$$

- **L'alpha de Jensen** permet d'évaluer la performance d'un gérant, relativement à celle qu'il aurait pu obtenir avec une combinaison de l'actif sans risque et du portefeuille de marché, c'est-à-dire à la performance théorique dans le modèle du MEDAF. Si l'Alpha de Jensen est supérieur à « 0 », cela signifie que le portefeuille bat son marché de référence.

$$\alpha_p = R_P - [R_F + \beta_p (R_M - R_F)]$$

R_P est le rendement du portefeuille.

1.2.2. Les critiques de la théorie

Les travaux d'Harry Markowitz ont subi beaucoup de critiques sur plusieurs points. Certaines de ces critiques sont allées jusqu'à remettre en cause la théorie toute entière. Les critiques se portent sur trois points essentielles à savoir : l'utilisation des données historiques en matière d'évaluation du risque et du rendement ; la loi normale et enfin l'efficacité des marchés.

1.2.2.1. Les données historiques

Le premier point discuté est l'utilisation de rendements et risques historiques pour prédire des rendements futurs. L'évolution perpétuelle des marchés et du monde en générale, diminue la valeur prédictive des données historiques. D'après Swensen¹⁵, les données historiques

¹⁴ Stock picking : c'est une stratégie de choix d'actifs généralement jugé sous évalués par le marché. Cette stratégie fait appel à l'étude des fondamentaux de l'actif.

¹⁵ Swensen. D, op.cit., p 143.

fournissent des informations importantes pour prévoir l'avenir, mais elles doivent être modifiées pour pouvoir produire un ensemble de chiffres correspondant à la réalité des marchés.

Il a cité comme exemple l'immobilier. Durant les années 80, cette classe d'actifs avait réalisé des performances impressionnantes, avec des rendements élevés et un risque relativement faible. Les analystes de l'époque ont estimé le rendement de l'immobilier à 13.9% pour un risque (écart type) de 2.6%, tandis que les obligations d'Etats et les actions avaient enregistré des rendements de 7.9% et 9.7% chacun pour un risque de 11.5% et 15.4%¹⁶.

En se basant uniquement sur ces données historiques pour composer son portefeuille, ce dernier serait investi en grande partie dans l'immobilier, or de 1988 à 1997, l'immobilier a moins performé ; il a produit un rendement annualisé de 4.4%. Tandis que les actions et les obligations ont généré des performances annuelles de 18 et 8.3%¹⁷ chacune. A partir de là, nous pouvons conclure que les données historiques apportent certes de l'aide à l'analyse, mais ne doivent pas constituer l'unique base des prévisions futures.

1.2.2.2. La loi normale

La base de l'étude de Markowitz, part du principe que les rendements suivent une loi de distribution gaussienne appelée la loi normale, selon laquelle l'évolution des rendements est normale. Ils évoluent à la hausse ou à la baisse d'une manière symétrique, ce que d'autres réfutent complètement.

Selon Swensen : « Plusieurs problèmes fondamentaux limitent l'utilité de l'analyse basée sur la moindre variance. La réalité montre que les rendements des titres ne correspondent pas à une distribution normale, les marchés générant plus d'événements plus extrêmes que ne le voudrait une distribution théorique à la courbe bien léchée »¹⁸.

La loi normale est une des plus simples lois en statistiques, « elle met en relation les différentes valeurs que peut prendre un phénomène (les observations), et le nombre de fois en % que chaque valeur apparaît (probabilité d'occurrence ou bien sa fréquence relative). Sa représentation graphique est bien connue : c'est la courbe en cloche »¹⁹(voir figure n°16).

Cette loi est décrite par deux paramètres :

- **La moyenne arithmétique** qui indique « la tendance centrale » c'est-à-dire la valeur rencontrée plus souvent d'où la bosse indiquant la fréquence relative la plus élevée.
- **L'écart-type** qui indique la « dispersion des résultats autour de cette tendance centrale, avec une caractéristique importante : plus de 99% des observations sont comprises dans l'intervalle Valeur moyenne (+) ou (-) 3 fois l'écart-type

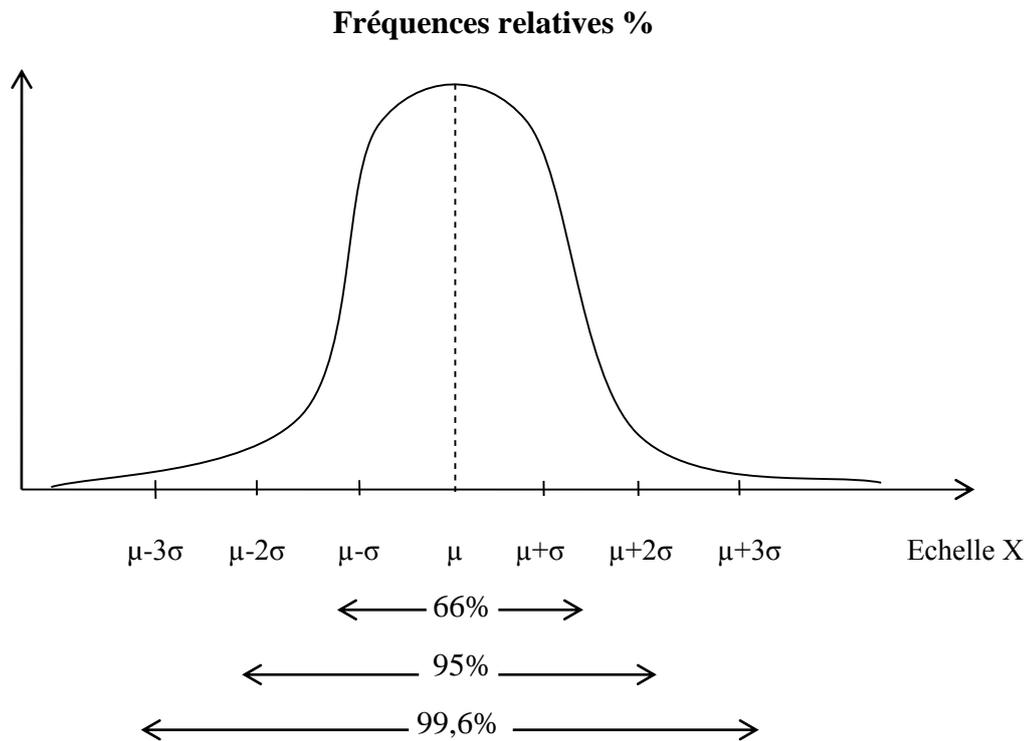
¹⁶Swensen. D, op.cit., p 158.

¹⁷ Idem, p 160.

¹⁸ Idem, p 140.

¹⁹ Albouy. M (2002), Les grands Hauteurs en Finance, édition EMS, Cormelles-le-Royal, p 11.

Figure n°16 : La loi normale en finance



Source : Gallais-Hamonno. G (2002) « Harry Markowitz ou la fondation de la finance moderne » dans « Les grands auteurs en finance », EMS Editions, Caen, p 11.

D'après cette loi, 99,6% des observations (variations des rendements par rapport à la moyenne), sont comprises dans un intervalle comprenant la moyenne plus ou moins trois fois l'écart type ($\pm 3\sigma$)²⁰. En 2007, lorsque la crise financière commence à secouer le système financier international, David Vignar, un des directeurs d'une des banques les plus importantes au monde a déclaré au journal Financial Times du 13 août 2007 ? Qu'il était stupéfait de l'ampleur des mouvements de certains actifs qui étaient de « 25 fois l'écart type »²¹.

Selon Herlin²², les valeurs comprises entre l'intervalle comprenant la moyenne plus ou moins trois fois l'écart type est de 99,6%, ce qui fait qu'il n'y a que 0,4% de chances qu'une valeur excède cinq fois l'écart types et sa probabilité est de 0,000029%, soit une fois tous les 13932 années, ou une fois tous les quatre millions d'années pour six écart types, alors pour 25 !

Des cas de crises précédentes qui ont déjà secoué le monde, ont donné ce genre de signes, comme c'est le cas de la journée du 19 octobre 1987 où l'indice Dow Jones a chuté de 22,6%. La probabilité que cet événement survienne d'après les calculs des théoriciens de la finance est inférieure à une chance sur 10^{50} , une chance peu significative²³. La faillite du fonds LTCM en 1998, et la crise asiatique de 1997 en sont d'autres exemples montrant que ces événements

²⁰ Albouy. M, op.cit.

²¹ www.ft.com, "Goldman pay the price of being big", August 13, 2007, consulté 23/12/2015.

²² Herlin. P (2012), "Repenser l'économie : Mandelbrot, Pareto, cygne noir, monnaie complémentaire....", les nouveaux concepts pour sortir de la crise », éditions Eyrolles, Paris, p 68.

²³ Snopek. L (2010), "Guide complet de construction et gestion de portefeuille", édition Maxima, p34.

extrêmes dont les conséquences sont importantes, peuvent surgir plus fréquemment que l'atteste les calculs probabilistes²⁴.

Dans son livre « le Cygne Noir, la puissance de l'imprévisible », Taleb dit que les « mesures de l'incertitude fondées sur la courbe en cloche, ne prennent tout simplement pas en considération la possibilité et l'impact des sauts importants ou des ruptures. Les utiliser, revient à se focaliser sur l'herbe et manquer les arbres (gigantesques). Bien que rares, les écarts importants imprévisibles ne peuvent être exclus, sous prétexte que ce sont des aberrations, car leurs conséquences cumulées sont extrêmement lourdes »²⁵.

1.2.2.3. L'efficience des marchés

La troisième critique adressée à cette théorie concerne le principe de l'efficience des marchés. Eugène Fama est le fondateur de cette théorie qui a vu le jour vers les années 1970. La théorie moderne du portefeuille a comme base l'hypothèse d'efficience des marchés, qui veut dire que le prix d'un actif intègre à tout moment l'ensemble de l'information disponible. En d'autres termes, les prix des actifs sur le marché reflètent leur vraie valeur, ce qui fait qu'il ne peut y avoir de titres sur ou sous évalués.

D'après cette théorie, les investisseurs ont accès à toutes les informations disponibles sur tous les titres au même temps, et les utilisent de manière rationnelle lorsqu'ils prennent des décisions d'investissement.

Pour Shleifer « un investisseur rationnel évalue chaque actif en fonction de sa valeur fondamentale, soit la valeur actuelle nette de ses futures cash-flows, actualisée par un taux représentatif de son risque. Lorsqu'il apprend quelque chose de nouveau sur la valeur fondamentale de l'actif, il répond rapidement à la nouvelle information par la hausse des prix lorsque les nouvelles sont bonnes, et par la baisse lorsqu'elles sont mauvaises. Le prix de l'actif inclut ainsi toute l'information disponible de manière quasi instantanée, et le prix s'ajuste de manière à représenter la nouvelle valeur actuelle nette des futurs cash flows »²⁶.

La base théorique de l'hypothèse d'efficience des marchés peut être résumée ces trois points²⁷ :

1. Les investisseurs sont supposés être rationnels. Les marchés peuvent être qualifiés d'efficients, car cette rationalité entraîne les actifs à être eux même valorisés de manière rationnelle ;
2. En admettant que certains acteurs ne sont pas rationnels, on suppose que les transactions opérées par ces derniers sont aléatoires, prenant des directions contradictoires (non corrélées) que les conséquences de ces transactions s'annulent ;
3. Dans la mesure où on reconnaît la présence d'échangistes avertis (les arbitragistes qui sont rationnels), ces derniers assureront l'ajustement des prix courants à leurs valeurs

²⁴ Herlin. P, op.cit., pp 68-69.

²⁵ Taleb. N N (2012), Le Cygne Noir : La puissance de l'imprévisible, édition Les Belles Lettres, Paris, p229.

²⁶ Shleifer. A (2000), Inefficient Markets, An Introduction to behavioural finance, Oxford University Press, Oxford, p 2.

²⁷ Susskind. A (2005), La finance comportementale, Edition Larcier, Bruxelles, p9.

intrinsèques respectives (les actifs surévalués seront vendus pour réaliser un gain ce qui va faire baisser leurs prix).

Le 18 Octobre 2004, un article apparu dans le *Wall Street Journal*²⁸, a cité qu'Eugene Fama, le père de la théorie de l'efficience des marchés, avait admis dans un document présenté lors d'une conférence à l'université de Chicago, que des investisseurs mal informés pourraient s'éloigner du marché et que les prix des actions étaient quelque peu irrationnels.

Plusieurs critiques ont été adressées à cette théorie. Nous tenterons ici de les résumer en deux points : le premier concerne l'information disponible sur le marché et l'autre relatif à la rationalité des investisseurs.

Snopek admet que les marchés ne sont pas parfaitement efficaces. Pour lui « le degré d'efficience va dépendre avant tout de la quantité d'informations disponible sur un marché, de sa qualité ainsi que de sa fiabilité. Dans le cadre d'actualisation de cash-flows futurs, la certitude (fiabilité) de les toucher va être déterminante. Nous considérons que le degré d'efficience va principalement dépendre du degré de certitude quant aux flux futurs »²⁹.

L'auteur considère qu'on peut qualifier d'efficace ou d'excellente qualité le marché des obligations gouvernementales, puisque les flux futurs sont connus (tous les coupons devraient être versés). A l'inverse du marché des actions, où les flux sont conditionnels et celui des matières premières où les flux ne sont pas existants.

La deuxième critique concerne la rationalité des investisseurs. La finance comportementale « *Behavioural Finance* » en anglais, une branche académique qui s'attaque à ce point et tente de comprendre et d'expliquer comment et ce que la psychologie influence les processus de prise de décisions des investisseurs. Cette finance à l'inverse de la finance standard, bâtie sur la manière dont l'investisseur devrait agir plutôt que sur les principes décrivant leur comportement réel, tente d'identifier et d'apprendre de la psychologie humaine comment fonctionnent les marchés et les investisseurs individuels³⁰

La finance standard s'est basée sur la rationalité de l'investisseur, cette notion trouve son origine dans le concept néoclassique « *Homo economicus* ». Ce concept décrit un comportement humain caractérisé par la recherche de l'intérêt personnel parfait ; la rationalité parfaite et l'information parfaite³¹.

Des critiques psychologiques ont été faites à ce modèle de comportement, qui ne correspondait pas à la réalité Humaine, car l'homme est assujéti à certaines émotions, telles que la peur, le plaisir, l'amour et la haine, qui le pousse à agir d'une manière plus subjective que logique. Cet homme a des comportements (positifs et négatifs), qui démontrent qu'ils ne cherchent pas automatiquement l'intérêt personnel parfait citant par exemple la générosité, l'aide aux nécessiteux, le suicide, l'alcoolisme, etc. Quant à l'information parfaite, il est impossible

²⁸ www.wsj.com, « As Two Economists Debate Markets, The Tide Shifts », 18/10/2004.

²⁹ Snopek. L, op.cit. p33.

³⁰ Idem, p 6.

³¹ Pompian. M.M (2006), Behavioral Finance and wealth management, Wiley & Son, New Jersey, p14.

qu'une personne maîtrise toutes les disciplines dans la mesure où il existe une quantité presque infinie de connaissances à apprendre³².

Ainsi, à partir des réalités psychologiques de l'être humain, on conclut que ce dernier n'agit pas toujours d'une manière rationnelle, car il est influencé par différents aspects de sa nature. En effet, il est sujet à des biais comportementaux, définis comme des erreurs de jugement systématiques appelés biais cognitifs.

Les biais cognitifs peuvent intervenir dans le processus de prise de décisions, tant au niveau de la sélection qu'au niveau du traitement de l'information. En effet, les individus préfèrent une information facilement disponible (biais de disponibilité), précise et non vague (aversion à l'ambiguïté) et celle choisie par ceux qui sont jugées être les mieux informées (imitation du comportement)³³.

Quant au traitement de l'information, l'individu attribue des probabilités de réalisation de scénarii selon un certain système de valeur, basé généralement sur³⁴ :

- des similarités (biais de représentation) ; des généralités, qui confirment son point de vue (biais de confirmation) ;
- des modèles c'est-à-dire être influencé par une référence arbitraire dans l'évaluation tel que les opinions d'experts (ancrage) ;
- des processus à savoir la volonté de rechercher des suites logiques, dans un processus aléatoire (jugement biaisés)
- un excès de confiance et une auto attribution.

D'une manière générale, la finance comportementale expose le fait que les investisseurs ne se comportent pas toujours de manière rationnelle, dans leurs prises de décisions. En effet, étant humains, les investisseurs ont des faiblesses et sont victimes de biais qui minent leurs objectifs financiers. Ceux-ci sont liés à leur mémoire, leur compréhension ou encore, à leurs habitudes mentales, qui se traduisent dans la plupart des cas par des sur réactions qui engendrent de fortes volatilités.

Enfin pour terminer, Meir Statman de l'université Santa Clara a résumé ce point en disant : « les gens dans la finance standard sont rationnels mais dans la finance comportementale, ils sont normaux »³⁵.

³² Pompian. M.M (2006), Op-cit, p14.

³³ Snopek. L, op.cit. , p 229-230.

³⁴ Idem, p 230-232.

³⁵ Pompian. M.M, Op.cit., t. p3.

Section 2 : La sélection d'actifs

Sur les marchés, les investisseurs sont face à un choix multiple de classes d'actifs, ayant différentes caractéristiques. Ils pourront ainsi, concentrer leur portefeuille en investissant dans une seule classe d'actifs ou bien diversifier pour réduire le risque.

2.1. Définition d'une classe d'actifs

Selon Snopek : « Une classe d'actifs regroupe des biens ou des titres (créances, dettes ou contrats) qui représentent les mêmes caractéristiques, se comportent de la même façon sur le marché et sont régies par les mêmes règles. Par ailleurs, un actif doit pouvoir se négocier sur un marché organisé, et générer un revenu et/ou un gain en capital dans le futur. Son acquisition a été effectuée dans un objectif principal d'investissement, c'est-à-dire de recherche de rendement »³⁶.

Il existe différentes classes d'actifs. Certaines sont qualifiées de traditionnelles, on parle alors d'actions, d'obligations et de produits monétaires. D'autres alternatifs. Les actifs dits traditionnels sont des placements offerts sur les marchés financiers avec une certaine ancienneté, présentant généralement une bonne liquidité, dans lesquelles, on investit avec des stratégies simples.

Les classes d'actifs alternatifs comprennent les *hedge funds*, *private equity*, les matières premières et l'immobilier. Elles sont qualifiées d'actifs alternatifs, car elles se singularisent par une ou plusieurs caractéristiques suivantes³⁷ :

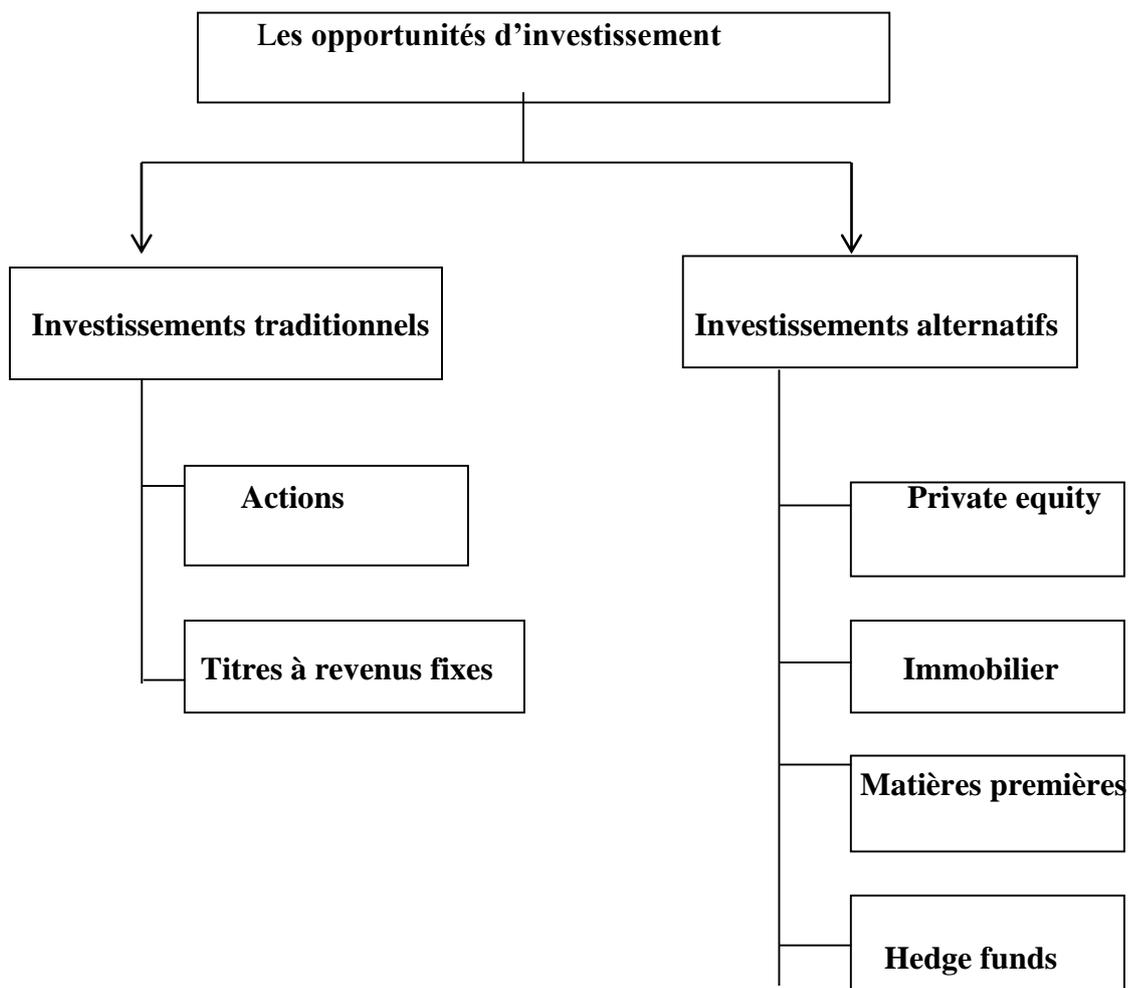
- Une moindre ancienneté ;
- Une liquidité réduite ;
- Une réglementation absente ou faible ;
- Une moindre transparence ;
- Des stratégies d'investissement complexes et originales ;
- Produits basés sur un actif non financier à l'origine (actif réel faisant l'objet d'une financiarisation tels que les matières premières et l'immobilier).

Les « *hedges funds* » et le « *private equity* » sont en vérité des stratégies appliquées aux classes d'actifs traditionnelles, mais sont qualifiées de classe d'actifs étant donné qu'on peut les inclure dans un portefeuille, leur allouer une partie du capital dans un objectif de diversification (voir figure n°17).

³⁶Snopek. L, op.cit., p 47.

³⁷ Thomas. P, Romanet-Perroux. A (2012), Finance de l'immobilier, RB édition, Paris, p 88.

Figure n°17 : Répartition des classes d'actifs traditionnelles et alternatives



Source : Schneeweis .T, Crowder. G.B and Kazemi. H, op.it. p 65.

2.2. Les principes de base de la sélection d'actifs

L'expérience de la finance a conclu que les actions produisent des rendements supérieurs à ceux des obligations. Les investisseurs cherchant à réaliser des rendements élevés, se tourneront naturellement vers les actions. Cependant, les actions sont connues pour être plus risquées que les obligations, en même temps, le risque associé à la concentration du portefeuille en une seule classe d'actifs, amplifie ce risque. C'est pour cette raison que les investisseurs se tournent vers la diversification, où plusieurs classes d'actifs sont incluses dans le portefeuille, afin d'améliorer la performance et réduire le risque.

Le choix entre les différentes classes d'actifs ne se fait pas au hasard, car même si on venait par exemple à investir dans des actions de différentes entreprises appartenant à un même secteur, la diversification dans ce cas ne réduira pas le risque, du fait que si une crise touche ce secteur toutes, les entreprises seront touchées et par conséquent le risque sera amplifié. C'est pour cela que certains principes doivent être respectés, afin de former un portefeuille capable de réaliser les objectifs des rendements fixés. Ces principes sont :

1. Les fondamentaux des actifs ;
2. Les rendements réels des actifs ;
3. La corrélation entre les actifs.

2.2.1. Les fondamentaux des actifs

Se pencher sur les fondamentaux des actifs voudrait dire analyser la manière dont ces derniers fonctionnent. L'origine de leurs rendements, les droits et obligations des détenteurs, les facteurs influençant leurs cours sont autant d'éléments à prendre en compte.

Les classes d'actifs doivent être fondamentalement différentes. C'est le cas par exemple, des actions et obligations qui sont différentes en termes de revenus et d'obligations de l'émetteur.

2.2.1.1. Les actions

Détenir une action veut dire avoir une part de l'entreprise émettrice, et recevoir des revenus à travers les dividendes en cas de distribution et l'appréciation des cours. Les actionnaires sont souvent les derniers à percevoir quelque chose, en cas de liquidation de celle-ci. Les actions elles-mêmes, peuvent être classées en plusieurs catégories : des actions de valeur et de croissance, des actions cycliques et défensives, des grandes et petites capitalisations.

a) Les actions de croissance ou growth stocks

Elles ne paient pas généralement de dividendes, puisqu'ils sont réinvestis dans des projets. Les anticipations de rendements, dépasse la moyenne du marché et la plupart des entreprises technologiques font partie de cette catégorie.

b) Les actions de valeurs

Elles sont vendues à des prix faibles par rapport à leur fondamentaux (chiffres d'affaires, part de marchés, etc.). Elles sont considérées comme sous évaluées et recherchées par les adeptes de la stratégie du stock picking.

c) Les actions défensives

Elles demeurent stables durant les différentes phases du cycle économiques. Durant les périodes de récession, elles ont tendance à mieux performer. On trouve dans cette catégorie le secteur des utilities (services aux collectivités), médical, pharmaceutique et alimentaire à cause de leur nécessité pour la vie quotidienne.

d) Les blues ship

C'est des grandes entreprises bien connues, qui connaissent une croissance stable et une faible volatilité. Elles connues pour survivre durant les périodes de crises contrairement aux petites capitalisations qui sont plus volatiles

2.2.1.2. Les obligations

Les investisseurs en obligations sont des créanciers qui prêtent de l'argent à une société. Ils reçoivent pour cela, des intérêts et le remboursement du capital principal à l'échéance, tout en ayant la possibilité de les revendre sur le marché boursier avant maturité. Le paiement d'intérêts se fait indépendamment des résultats de l'entreprise et lors de la liquidation de l'entreprise, les

créanciers obligataires passent devant les actionnaires. Il existe dans cette classe deux types d'obligations d'Etat et du secteur privé.

a) Les obligations souveraines (sovereign bonds)

Elles sont émises par l'Etat ou par certaines entreprises publiques, bénéficiant de la garantie de l'Etat. Les titres les plus connus sont les *US Treasuries*, les *Bunds* allemands, les OAT et BTAN français et les *Gilts britanniques*.

b) Les obligations du secteur privé

Ce sont des obligations émises par les entreprises privées, dont on distingue les obligations de qualité (*investment grade*) dont le risque de crédit est relativement faible et des obligations plus risqué (*high yield*), ayant un risque de crédit assez élevé.

2.2.1.3. L'immobilier

L'immobilier est un secteur où la demande est très importante surtout dans le milieu urbain. Les surfaces habitables (terres) sont toujours les mêmes, mais la population mondiale croît à des rythmes importants, ce qui fait que ce secteur est toujours attractif. Les revenus sont sous forme de rentes et lorsque les taux d'intérêt baissent, les prix augmentent grâce à la demande.

Le marché immobilier se singularise par deux originalités³⁸ :

- **L'élasticité de l'offre** : les délais de construction n'étant pas compressibles (il faut en moyenne deux ans pour construire un immeuble), une forte demande entraîne donc, en générale, une hausse tardive de l'offre, ce qui génère un ajustement structurel par les prix ;
- **L'absence de marché centralisé** : contrairement au marché des entreprises cotées, il n'existe pas de Bourse centralisée de l'immobilier, permettant d'acquérir ou céder les actifs facilement ce qui rend cet actif faiblement liquide.

L'investissement dans l'immobilier peut être direct par l'achat de propriétés ou à travers des véhicules d'investissement. L'immobilier peut être résidentiel ou commercial (bureaux et entrepôts).

a) L'investissement immobilier direct

C'est l'achat direct d'un bien immobilier, ou bien la prise de contrôle à 100% ou en coentreprise d'une société détenant le bien. Cependant, cela nécessite des connaissances dans la gestion de ce type d'actifs, ou bien faire appel à des professionnels dans ce domaine, ce qui peut s'avérer coûteux.

b) L'investissement immobilier indirect

Cet investissement peut se faire de deux manières : soit par l'achat de parts dans des fonds immobiliers cotés ou non, ou bien l'investissement dans des sociétés immobilières, ce qui donne accès à un portefeuille de bien immobilier.

³⁸ Thomas. P, Romanet-Perroux. A, op.cit., p 86.

L'immobilier contient à la fois les caractéristiques des produits de taux et des actions. Le paiement des loyers ressemble aux rendements fixes (le paiement du coupon), alors que la valeur des biens a des caractéristiques semblables à celles des actions.

L'attrait de cette classe d'actifs réside dans ses caractéristiques de couverture contre l'inflation, de décorrélation avec les autres classes d'actifs et les loyers élevés³⁹. L'immobilier est un actif très important dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels, essentiellement ceux des fonds de pension. Selon l'estimation de Michael Truebestein⁴⁰, la part du capital investis par les fonds de pension dans l'immobilier est de 17.5% en Suisse, 5% en Royaume uni, 9% au Pays bas et 9% aux Etats Unis.

2.2.1.4. Les matières premières

Les métaux précieux (or, argent, palladium et platine), l'énergie (le pétrole et le gaz) et les produits agricoles (blé, café, riz, etc.) et les métaux industriels (le cuivre, l'aluminium, le zinc et le plomb) sont les classes de matières premières qui constituent des composants important dans l'économie mondiale. En effet, avec la rapidité de la croissance démographique la demande pour tous ces produits augmente à son tour, ce qui rend cette classe d'actif intéressante. Les revenus proviennent uniquement de la revente de ces produits.

L'exposition à cette classe d'actif peut se faire de manière directe, par l'acquisition direct des matières ou indirecte, à travers le marché des actions (entreprises qui se spécialisent dans la production, la transformation et la distribution de ces ressources), ou par des véhicules d'investissements spécialisés.

Boido et Fasano⁴¹ ont conduit une étude comparative entre les matières premières et les classe d'actifs traditionnelles à savoir : les actions, obligations et les liquidités. Les résultats ont montré que les matières premières sur les marchés spot et forwards, sont caractérisées par une corrélation négative avec les actifs traditionnels, ce qui facilite l'obtention d'un alpha.

2.2.1.5. Les placements monétaires

Appelés parfois cash, c'est l'ensemble de placements à court terme, ayant une échéance d'au maximum douze mois. Ils sont très liquides avec une rémunération faible, qualifiés la plupart du temps d'actifs sûrs. On trouve dans cette catégorie par exemples, les obligations gouvernementales d'une durée inférieure à un an tel que les Treasury Bills américains et les Bubills allemands.

2.2.1.6. Les Hedges funds

Appelés aussi stratégies à performance absolue. Ce sont des stratégies à court terme, où les gestionnaires cherchent à exploiter les inefficiences des cours de titres cotés. Elles sont classées

³⁹ Ducoulombier F (December 2007), L'investissement et la gestion du risque immobilier en Europe, EDHEC Risk and Asset Management Research Centre, p 34.

⁴⁰ Truebestein. M (2016), Real estate asset and investment management for international investors in Switzerland, p 109, <https://austinpublishinggroup.com/business-administration-and-management/fulltext/ajbam-v1-id1010.php>.

⁴¹ Boido. C, Fasano. A (2009), Alternative Asset: A comparison between commodities and traditional asset classes, Icfai university Journal of Derivative Markets, vol 6, N 02.

en deux catégories : Les stratégies basées sur les événements économiques et celles basées sur la valeur⁴².

a) Les stratégies basées sur les événements économiques

Elles se focalisent sur des actifs financiers (actions, obligations ou titres de dettes) en général émis par des entreprises, qui se retrouvent à des moments spécifiques dans leur cycle de vie tels des fusions et acquisitions et des restructurations. Lors de ces situations particulières, les cours des titres de ces sociétés se comportent de façon inhabituelle, ce qui justifie leur intérêt. Les stratégies les plus utilisées consistent à rechercher les titres en détresse « *distressed securities* », et les titres de sociétés sur le point de fusionner ou d'acquérir une autre société « *Merger arbitrage* »⁴³.

- **Les stratégies « Merger arbitrage »** : ces stratégies utilisent souvent la méthode qui consiste, à acheter des actions de sociétés cibles et à vendre à découvert des actions de la société acheteuse. Le risque le plus important est que la transaction ne se réalise pas⁴⁴.
- **Les stratégies « distressed securities »** : Les titres des entreprises en difficultés s'échangent généralement avec des décotes importantes, car à cause de la complexité des questions entourant la faillite, de nombreux intervenants vendent leurs positions quel que soit le cours de l'action, créant ainsi une opportunité de profit pour les investisseurs les plus courageux. En évaluant le timing de sortie de crise de l'entreprise, et en valorisant le cours espéré de l'action, les intervenants dans le domaine des actions délaissées génèrent des plus-values dépendant davantage, des événements liés au processus de faillite lui-même que du niveau global du marché⁴⁵.

b) Les stratégies basées sur la valeur

Elles reposent sur la capacité du gestionnaire à identifier des titres sur ou sous évalués, et à prendre des positions acheteuses pour les titres sous évalués et vendeuses (vente à découvert) pour les titres jugés sur évalués. Les résultats de ces stratégies dépendent des compétences des gestionnaires à sélectionner les actions, à travers ce qui est appelé « *stock picking* ».

2.2.1.7. Les participations privées (private equity)

Bouteiller et Karyotis (2015) définissent le *private equity*, comme l'apport par des investisseurs à des entreprises non cotées (*private*) de fonds propres (*Equity*) ou quasi fonds propres, pour financer le développement ou le rachat. C'est un investissement à moyen et long terme, dans le développement des jeunes entreprises (le capital risque ou *venture capital*) et le rachat ou la reprise de sociétés matures (*buy out*), utilisant souvent le levier de l'emprunt (*Leverage Buy Out* ou LBO)⁴⁶

⁴² Swensen. D, op.cit, p

⁴³ Henry. G. M (2008), « Les Hedges funds », éditions d'Organisation, Paris, p141.

⁴⁴ Idem, p 142.

⁴⁵ Swensen. D, op. cit., p 150.

⁴⁶ Bouteiller. C, Karyotis .C (2015), « L'essentiel du private equity et des LBO », édition Gualino, p 11.

a) Le capital risque

« Le capital-risque consiste en un apport de fonds propres à long et à moyen terme réalisés par des investisseurs dans les entreprises non cotées à fort potentiel de croissance et présentant des perspectives de retour sur investissement élevées. La durée de l'investissement est de 3 à 7 ans à l'issue de laquelle les investisseurs espèrent réaliser une forte plus-value »⁴⁷

b) Le LBO

La technique du LBO consiste à acheter une entreprise, en recourant à l'effet de levier (*levrage*). Une holding s'endette pour acheter la cible. Cette holding payera les intérêts de sa dette et remboursera son emprunt, avec les excédents de trésorerie de la cible⁴⁸.

Cette classe d'actifs est traitée de manière distincte. Elle est considérée comme alternative et non corrélée avec les marchés financiers. Le capital-risque contribue à mener un projet d'entreprise, d'une simple idée qui ne rapporte rien à une réalité apportant des bénéfices importants. Cette création de valeur est indépendante de l'activité des marchés financiers. Au même temps, les investisseurs en LBO apportent des améliorations à l'activité des entreprises reprises, ce qui génèrent des rendements également non corrélés au marché⁴⁹.

2.2.2. Le rendement réel

L'inflation se définit comme l'augmentation du niveau général des prix, affaiblissant le pouvoir d'achat des consommateurs. A l'inverse, la déflation est la baisse du niveau général des prix. L'objectif de tout investisseur en formant son portefeuille d'actifs, est de réaliser des rendements supérieurs aux taux d'inflation, qui lui permettra d'avoir un taux de rendement réel positif. Celui-là est obtenu par la soustraction du taux d'inflation à partir du taux de rendement nominal.

Allianz Global Investors⁵⁰ ont conduit une étude sur la performance des différentes classes d'actifs, en fonction des contextes économiques (voir figure n°17). D'après leur analyse, durant les phases de reprise économique, marquées par une hausse de l'inflation, les actifs réels tels que les actions, les matières premières et l'immobilier tendent à bien performer dans l'ensemble. Par opposition, les emprunts d'Etat représentent les plus mauvaises performances, du fait des anticipations d'une remontée des taux d'intérêts. Cependant, les obligations d'entreprises et titres *high yield*, ainsi que la dette des pays émergents performant mieux.

En revanche, pendant les phases de ralentissement économique, Les classes d'actifs risqués telles les actions et certaines matières premières, sont les plus durement touchées durant la récession. Dans de telles périodes, les emprunts d'Etat, les obligations sécurisées et l'or sont généralement perçus comme des valeurs refuge et donc sûres.

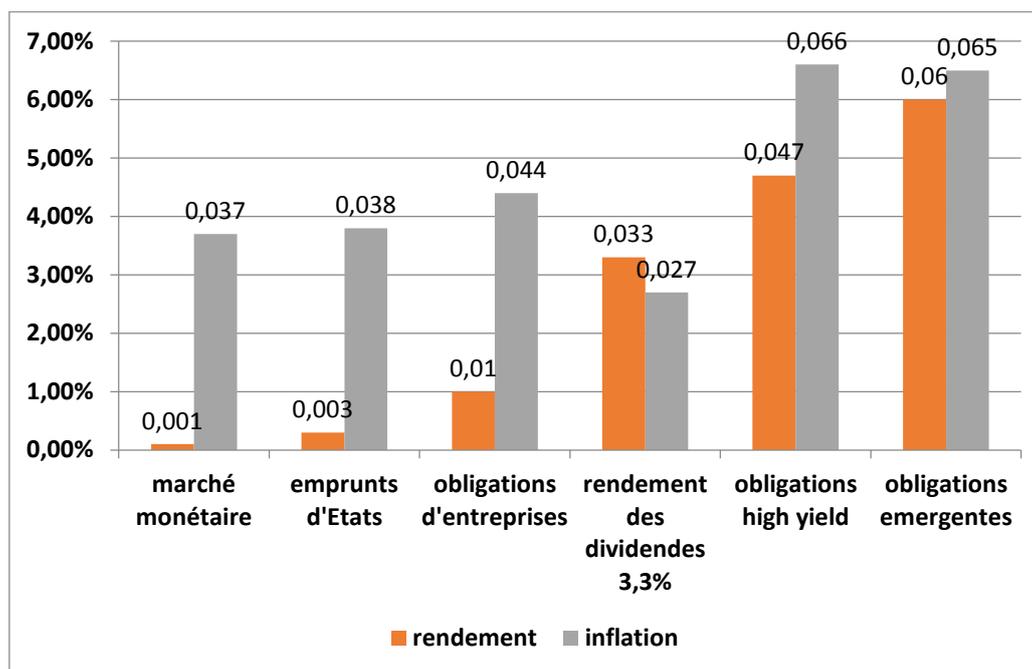
⁴⁷ Bouteiller. C, Karyotis .C (2015), Op.cit. p 27.

⁴⁸ Idem, p61.

⁴⁹ Swensen D, Op.cit, p 151.

⁵⁰ Naumer. H J, Scheurer. S, Peterson. A, Janikovszky. D (Janvier 2015), La gestion diversifiée, un parfait équilibre pour vos actifs, Allianz Global Investors, <http://docplayer.fr/7219541-La-gestion-diversifiee-un-parfait-equilibre-pour-vos-actifs.html>.

Figure n°17 : Comparaison des performances par classe d'actifs



Source : Naumer. H.J, Scheurer.S, Peterson.A, Janikovsky.D, op.cit., p3.

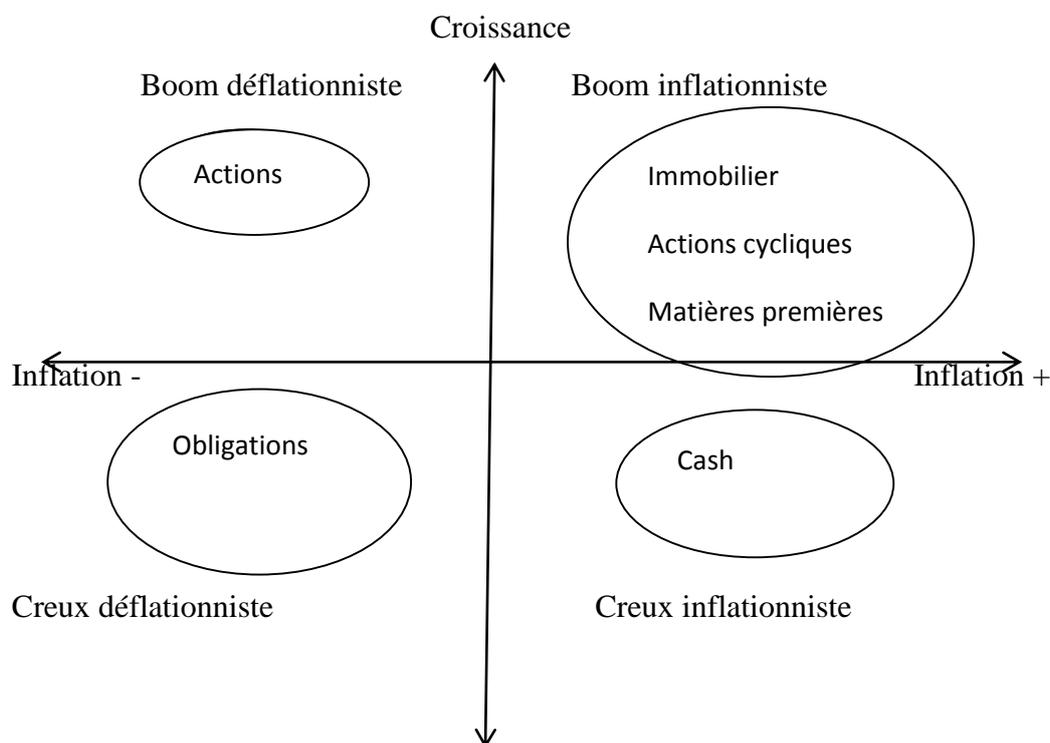
Christian Rabeau⁵¹, a présenté quant à lui ce qu'il a appelé « un cadran d'investissement ». (Voir figure n°18). C'est un schéma composé de deux axes : un vertical représentant la croissance et un autre horizontal pour l'inflation. Il a partagé le cycle économique en quatre phases distinctes, combinant deux à deux croissance et inflation, selon qu'elles sont positives ou négatives. Il permet d'identifier quatre situations, dans chacune, il a expliqué le comportement de chaque classe d'actif :

- **Croissance négative et déflation** : Lorsque l'économie connaît un ralentissement (croissance négative), suivi d'une faible inflation (déflation), les investisseurs pencheront pour les obligations des débiteurs solvables tels que les Etats au détriment des actions, parce que les entreprises se retrouvent en difficultés et réalisent de faibles résultats, réduisant ainsi sa capacité de distribuer des dividendes.
- **Croissance positive et inflation faible** : si la croissance est positive sans que cela n'entraîne une hausse des prix, les actions seront alors l'actif le plus intéressant, en raison des performances des entreprises. Quant aux obligations et autres produits de taux, ils apporteront un rendement moins important que celui des actions.
- **Croissance positive et inflation** : la hausse de l'inflation pousse les autorités monétaires à intervenir en élevant les taux d'intérêts, ce qui se répercutera sur les résultats de l'entreprise et sa capacité bénéficiaire. Dans ce cas, les investisseurs se méfieront des actions. Les obligations connaîtront la même chose à cause de la hausse des taux d'intérêts. Les investisseurs se tourneront alors vers l'immobilier et les matières premières, supposés être une couverture contre l'inflation ainsi que les actions cycliques.

⁵¹ Hervé. P (2007), Allocation d'Actifs : Théories et pratiques", Economica, Paris, p 38.

- **Croissance négative et inflation** : une économie réalisant une faible croissance et où le taux d'inflation est élevé, n'offre aucune perspective d'investissement. La hausse des prix accélèrent les dépenses d'investissement, et celle des taux d'intérêt tarit les sources de financement et affecte la rentabilité des investissements. L'épargne dans ce cas est consommée.

Figure n°18 : Le cadran des investissements



Source : Hervé. P, op.cit., p38.

D'une manière générale, pour protéger un portefeuille de l'inflation, il faudrait tenir compte des corrélations entre les différentes classes d'actifs avec cette dernière et cela à plusieurs horizons d'investissement. Une corrélation positive signifie que les rendements réalisés sur un actif, suivent le même chemin que celui de l'inflation, par conséquent, il augmente avec cette dernière, constituant ainsi une protection. Martellini et Milhau (2010), ont conduit une étude dans ce sens, et le résultat a été résumé dans le tableau suivant :

Tableau n°13 : corrélation des classes d'actifs avec l'inflation réalisée

Actifs/Horizon (années)	1	5	10	15	20	25	30
Actions	-0.04	-0.11	-0.15	-0.16	-0.16	-0.15	-0.14
Obligations (20ans)	-0.09	-0.15	-0.18	-0.23	-0.23	-0.25	-0.26
Matières premières	0.02	0.02	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01
Immobilier	0.02	0.03	0.02	-0.01	-0.01	-0.02	-0.02
Bons de trésor (3 mois)	1.09	1.21	1.29	1.38	1.38	1.40	1.42

Source: Martellini. L, Milhau.V (2010), « Asset-Liability Management Decisions for Sovereign Wealth Funds », EDHEC-Risk Institute Publication, p44.

Le tableau montre que les bons du Trésor sont les actifs les plus affectés par l'inflation, vu leur forte corrélation avec celle-ci. Tandis que les actifs réels (matières premières et immobiliers) ont souvent été considérés comme une couverture contre l'inflation.

2.2.3. La corrélation entre les actifs

La corrélation est une mesure mathématique introduite dans ce domaine par H. Markowitz. Pour lui, pour mesurer le risque d'un portefeuille, il ne suffit pas de prendre en considération les risques des actifs individuels, mais également la relation qui existe entre ces derniers. La valeur de cette mesure est comprise entre -1 et +1. Les actifs ayant une corrélation positive, veulent dire que l'évolution des rendement va dans le même sens et une corrélation négative a le sens contraire. Puisque en général, les corrélations négatives sont difficiles à trouver, alors le choix des actifs se fera avec une corrélation la plus faible possible.

La volatilité d'un portefeuille composé de plusieurs actifs, augmente avec le niveau de la corrélation entre les actifs et la volatilité des actifs dans le portefeuille. De ce fait, plus la corrélation entre les actifs est élevée, plus la volatilité du portefeuille augmente.

Les corrélations évoluent dans le temps, ce qui n'est pas corrélé peut le devenir dans l'avenir. Lors des événements extrêmes, les corrélations entre les actifs ont tendances à augmenter. La corrélation joue un rôle important dans la définition de la classe d'actif elle-même, selon Marko Kolanovic⁵², au début des années 1990, la corrélation entre les actions des marchés émergents et celles des marchés développés était proche de 30%, alors les deux classes d'actifs étaient considérées comme des classes d'actifs séparées. Pa contre ces dernières années, la corrélation s'est rapprochée des 80% ce qui les a transformées en une seule classe d'actifs (voir tableau n°13)

⁵² Kolanovic. M (May 2011), Rise of Cross Asset Correlation, Global Equity Derivative& Delta one Strategies, JPMorgan, 2011, p4.

Tableau n°14 : Hausse des niveaux de corrélation pour les actions, crédits, devises, taux d'intérêt et matières premières

Classe d'actifs	Corrélation entre	1990-1995*	Les cinq dernières années ⁵³	Evolution
Actions	Indice des MD	31%	47%	17%
Actions	Indices des ME	23%	45%	23%
Actions	Indices des MD et ME	38%	74%	36%
Actions	Secteurs économiques	57%	69%	12%
Actions	Actions individuelles	25%	41%	16%
Crédit	Haut rendement et actions	46%	64%	19%
Crédit	Haut rendement et VIX	37%	60%	24%
Taux de change	Devises des MD et actions	-1%	28%	29%
Taux de change	Devises des ME et actions	6%	42%	36%
Taux d'intérêt	Taux à 10 ans et actions	-38%	29%	67%
Matières premières	Toutes les matières premières	5%	25%	21%
Matières premières	Matières premières et actions	-5%	12%	17%
Moyenne		19%	45%	26%

*Pour le crédit (2002-2005). Toutes les devises contre le dollar américain

MD : marchés développés ; ME : marchés émergents

Source : Kolanovic. M, op.cit., p3

Au final, nous comprenons à travers cette section que la composition d'un portefeuille d'actifs n'est pas une chose simple. C'est une opération qui prend en considération plusieurs points : le profil de l'investisseur en matière d'objectif de rendement, d'horizon temporel et de niveau de tolérance au risque. Sur la base de ces éléments, des actifs sont sélectionnés selon leurs fondamentaux, rendements réels et corrélations.

En guise de conclusion au chapitre, il faudrait retenir que l'allocation d'actifs est le partage du capital en différentes classes d'actifs, pour former un portefeuille à gérer, afin de réaliser des

⁵³ L'étude a été publiée en mai 2011, ce qui veut dire que la période prise de cinq ans est la période allant de 2005 à 2010.

rendements. On y trouve trois types d'allocation stratégique, tactique et *market timing*. Si les deux derniers types sont des opérations qui tiennent compte des conditions du marché actuelles, la première est une allocation à moyen terme, qui prend en considération plusieurs points à savoir : le profil de l'investisseur en matière d'objectif de rendement, d'horizon temporel et de niveau de tolérance au risque. Ces éléments permettront de sélectionner les actifs éligibles en fonction de leurs fondamentaux, rendements réels et corrélations, sans oublier le risque que présente chaque actif, puisque le rendement de ces derniers y est lié et que chaque investisseur devra gérer. Nous allons alors, consacrer le prochain chapitre à l'analyse du risque, qui est la première préoccupation des investisseurs ces dernières années, surtout après avoir reçu des coups durs durant les différentes crises financières.

Chapitre IV :

L'évolution de l'allocation d'actifs

Chapitre IV : L'évolution de l'allocation d'actifs

Comme nous l'avons déjà défini dans le chapitre III, l'allocation d'actifs consiste à répartir un portefeuille entre différentes classes d'actifs (actions, obligations, etc.), afin de réduire le risque grâce à la diversification et à l'optimisation de la performance de ce dernier. Dans cette définition, réduire le risque va de pair avec la performance, cela veut dire que nous ne pouvons songer à réaliser un rendement sans tenir compte du risque que cela représente.

L'environnement économique mondial est en perpétuelle évolution. Il connaît de fortes instabilités car il est souvent frappé par des crises, qui prennent les investisseurs au dépourvu et leur fait subir des pertes parfois même très importantes. Ce qui pousse donc les professionnels à réfléchir à la manière idéale de protéger leurs portefeuilles.

Ainsi, la prise de risque est un élément essentiel pour espérer réaliser de bons rendements. Les investisseurs tentent alors de le gérer, afin de le réduire sachant que l'éliminer est une chose impossible. Dans ce chapitre, nous allons consacrer une section à la présentation du risque et les techniques de sa gestion, puis nous parlerons de l'allocation d'actifs à l'épreuve des crises financières.

Section 1 : Gestion des risques

Un des rares couples ayant résisté à travers le temps est celui du couple risque-rendement. On ne peut pas chercher des rendements sans prendre en compte les risques, car ces deux vont de pair. Pour gérer un portefeuille, il faudra identifier les risques liés à chaque classe d'actif, afin de mettre en place des stratégies adéquates à leur gestion.

1.1. Définition du risque

Selon Pierre Clauss¹, le mot risque a pour étymologie le latin « *rescum* » qui signifie « ce qui coupe », il caractérise donc une menace. Ce mot est apparu dans son sens actuel au XIV^{ème} siècle dans les assurances maritimes italiennes. Aujourd'hui, ce terme se retrouve dans presque tous les événements qui touchent les sociétés allant des risques technologiques, écologiques, sanitaires aux risques liés à la circulation automobile, etc.

Pour Cleary et Malleret², le risque renvoie souvent au danger pourtant ce n'est pas toujours le cas. L'idéogramme chinois pour risque est composé de deux éléments signifiants respectivement menace et opportunité. L'idée que le risque est à la fois un danger et une opportunité est difficile à accepter, puisque seul le danger est craint car assimilé souvent à un échec. Mais en réalité, il renvoie à l'incertitude associée à la possibilité de gains futurs, c'est ce qui pousse les gens à prendre la responsabilité d'un risque, mais ce dernier doit être réfléchi et calculé, afin de produire les résultats escomptés.

En finance, le risque est défini par la variation des rendements d'un investissement. La volatilité des rendements (à la hausse ou à la baisse), pendant une période (généralement annuelle), est utilisée pour comparer le risque des différentes classes d'actifs. Plus elle est

¹ Clauss. P (2011), « Gestion de portefeuille : une approche quantitative », éditions DUNOD, Paris, p14.

² Cleary. S, Malleret. T (2006), « Risques, Perception-Evaluation-Gestion », édition Maxima, Paris, p12.

importante, plus l'investissement est considéré comme risqué. Néanmoins, sur le terrain, seule la perte est ressentie comme risque puisque le gain est recherché.

D'après Richard Ferri³, La volatilité est une dérivée d'autres facteurs de risque et non pas le risque lui-même. Avec les actions, la volatilité du prix est basée sur les fluctuations des rendements espérés et la croissance des dividendes. Avec les obligations, ce sont les fluctuations des anticipations des taux d'inflation et des taux d'intérêts. Et avec les matières premières, la volatilité est causée par les changements dans la courbe de l'offre et de la demande.

Le risque est composé de deux catégories : un risque systématique non diversifiable et un risque spécifique qui peut être réduit par la diversification.

- **Le risque spécifique** : c'est un risque lié à l'entreprise, il inclut : le risque économique qui découle de l'incertitude quant aux ventes et profits futurs ; le risque financier engendré par l'incapacité de l'entreprise à faire face à ses obligations financières et en dernier un risque opérationnel lié à certains problèmes que peut rencontrer l'entreprise tel qu'une grève des travailleurs, une fraude, un litige, etc.
- **Le risque systématique** : c'est un risque causé par des facteurs qui affectent les titres. Ces facteurs sont externes à l'entreprise. On trouve dans cette catégorie le risque d'inflation, de taux d'intérêt, de change et d'événements extrêmes. Ce risque ne peut être réduit par la diversification.

1.2. Mesure du risque

Le risque a d'abord été évalué par la volatilité, c'est-à-dire l'ampleur des variations des rendements par rapport à la moyenne, utilisé pour la première fois par H. Markowitz qui pour cela a fait appel à l'écart type. Par la suite, une autre mesure a vu le jour, elle prend en considération l'ampleur de la réaction d'un actif par rapport au risque du marché (risque systématique). Il s'agit du Beta.

Se baser sur la volatilité revient à ce qu'on prenne en considération la volatilité à la hausse et à la baisse. Toutefois, seule les baisses sont considérées comme perte pour les investisseurs, étant donné que le gain est apprécié et recherché. En effet, le sentiment de déception ressenti par l'investisseur suite à une perte dépasse largement le plaisir que procurerait un gain, c'est pour cela qu'intervient la *Value at Risk* qui prend en compte les pertes.

1.2.1. L'écart-type

C'est une mesure de dispersion de données par rapport à la moyenne. Il est défini par la racine carrée de la variance. En finance, l'écart type est appliqué aux taux de rendements d'un investissement pour mesurer la volatilité de cet investissement. Il est aussi appelé volatilité historique, il est utilisé par les investisseurs comme indicateur de la volatilité attendue. Plus l'écart-type est élevé plus l'actif est considéré comme risqué⁴.

³ Ferri. R, op.cit. , p30.

⁴ www.investopedia.com, 15/05/2018.

1.2.2. Le Bêta

C'est une mesure de sensibilité d'un actif par rapport au risque de marché. Le Bêta du marché est égale à un (1). Un actif possédant un Bêta supérieur à celui du marché est considéré comme risqué, car il réagit d'une manière amplifiée aux mouvements du marché (à la hausse ou à la baisse). Par contre, un actif avec un Bêta inférieur à (1) est moins risqué.

1.2.3. La valeur du risque (La Value at Risk (VaR))

La VaR mesure la quantité de risque potentiel qui peut survenir lors d'un investissement, durant une période donnée. Elle permet de déterminer en temps normal, le montant maximal de pertes sur une période donnée, avec un niveau de confiance généralement fixé à 95%⁵.

Par exemple : une VaR de 5% pour 100 millions USD veut dire qu'il y a une probabilité de 5% de perdre plus de 100 millions ou 95% de réaliser moins de pertes.

1.3. La structure du risque des différentes classes d'actifs

Les facteurs de risques tels que le taux d'intérêt, taux d'inflation et la croissance économique influencent les actifs de manières différentes. La structure du risque des différentes classes d'actifs peuvent être perçues différemment par les investisseurs à court terme et à long terme. Dans le tableau ci-dessous, les différents actifs seront regroupés et classés en fonction de leur niveau de risque. Les produits monétaires et les obligations gouvernementales sont considérés comme les classes d'actifs les moins risquées, tandis que les actions et le *private equity* comme les classes les plus risquées. Entre ces deux extrêmes, nous retrouvons d'autres actifs avec des niveaux de risques moyens.

Tableau n° 15 : Classification des actifs financiers en fonction de leur niveau de risque

Produits monétaires	Catégories présentant le risque le plus faible
Obligations gouvernementales	
Immobilier direct	Catégories représentant un risque faible à moyen
Obligations d'entreprises (Investment grade)	
Obligation High Yield	Catégories présentant un risque moyen à élevé
Immobilier indirect	
Matières premières	
Actions des pays développés	Catégories présentant un risque élevé
Actions des pays émergents	
Private Equity	

Source: Snopek, L, Op.cit. p126.

1.3.1. Le risque des obligations

Les taux d'intérêts appelés aussi le loyer de l'argent, rémunère le temps c'est-à-dire la renonciation à la consommation immédiate. Il existe une relation inverse entre les taux d'intérêts et le cours des obligations. Lorsque les taux augmentent, le cours des obligations

⁵ Idem

baisse et vice versa. Les obligations avec de longues durations sont plus sensibles aux taux d'intérêts.

D'après Cambell et Viceira⁶, le cash (représenté généralement par les bons du Trésor à trois mois) est un actif risqué à long terme. En effet, bien que considérés comme sûrs à court terme, il n'en est pas de même à long terme parce que l'argent devrait être réinvesti à l'avenir, à un taux d'intérêt incertain.

Quant aux obligations longues, elles sont affectées par le risque de réinvestissement des coupons, car si en réinvestissant ces coupons le taux d'intérêt était inférieur à celui prévu au départ, l'investisseur s'expose donc à deux effets opposés : un effet positif sur la valeur des titres détenus (gain en capital), mais un effet négatif sur les revenus tirés du réinvestissement des coupons (pertes de revenus).

Les obligations présentent trois types risques : risque de taux d'intérêt, risque d'inflation et risque de crédit. Pour prendre sa décision d'investir dans le court ou le long terme, l'investisseur prend sa décision en fonction de son horizon d'investissement. Si son horizon est court, il trouvera alors que les bons du trésor à court terme plus sûrs, car il sera certainement remboursé à échéance sans subir les variations de cours que connaissent les obligations à long terme. Si par contre l'investisseur a un horizon d'investissement long, le bons du trésor court comporte un risque car il devrait réinvestir tous l'argent plusieurs fois, pour atteindre son objectif de temps (par exemple : si les bon du Trésor sont à 6 mois, alors il faudra réinvestir l'argent 19 fois pour atteindre un horizon de 10 ans). Dans ce cas, l'investisseur connaît uniquement le rendement de ces actifs à court terme, le réinvestissement sera affecté par les variations des taux d'intérêts.

Le deuxième risque auquel sont confrontées les obligations est le taux d'inflation. La hausse des prix érode le pouvoir d'achat des coupons fixes, conduisant les investisseurs à les délaissier ce qui fait baisser leurs cours. C'est pour cela que les obligations à long terme indexées à l'inflation sont apparues pour remédier à ce problème. Ce type d'obligations lorsqu'elles sont disponibles, offrent un flux de rendements réel intéressant à long terme soutenant ainsi le niveau de vie.

Le dernier risque est le risque de crédit qui est lié à la qualité de l'émetteur, en matière de capacité à payer les intérêts et de rembourser le capital. Cette qualité fait l'objet de notation de la part d'organismes spécialisés appelées agences de notation telles que *Moody's et Standard & Poors*.

A la fin, il faudrait revenir sur les bons du Trésor. La théorie financière, les qualifie souvent d'actifs sans risque à cause de leur maturité qui est d'un an ou moins et le rendement garanti par l'Etat. Cependant la crise de la dette des pays développés (crise grecque par exemple) et la dégradation des notes de crédits de plusieurs de ces pays, jadis à la tête du classement comme la France, les USA, etc., a remis sur le tapis les discussions à propos de ce type d'actifs. La question qui se pose alors, peut-on qualifier les bons du Trésor d'actifs sans risques ? Ce type d'actifs existe-il réellement ?

⁶ Campbell. John.Y, Viceira. Louis.M (2002), *Strategic Asset Allocation: Portfolio Choice for Long Term Investors*”, Oxford University Press, Oxford.

D'après Richard A Ferri⁷, l'actif sans risque n'est qu'un Mythe car c'est un actif qui n'existe pas. En effet, les bons du Trésor ont beau avoir un rendement garanti positif, ils subissent les effets des taxes et de l'inflation, ce qui peut conduire à un rendement négatif. Selon ce même auteur, s'il y avait un investissement sans risque, il devrait avoir la garantie de l'Etat, des prix stables, une protection contre l'inflation, pas d'impôts sur le revenu, et si l'Etat le garanti, il doit être noté AAA et le restera. Pour toutes ces conditions, il n'existe pas un tel investissement.

1.3.2. Les risque des actions

Les actions ont deux types de risque : le risque spécifique à l'entreprise et à son activité, qui peut être réduit par la diversification et le risque systématique qui lui ne peut être éliminé. Le risque spécifique comprend le risque économique, financier et opérationnel, tandis que le risque systématique concerne le risque de marché, le risque de taux d'intérêt, le risque de change, le risque d'inflation et le risque d'événements imprévus.

Les actions sont traditionnellement vues comme des actifs risqués comparées aux autres actifs tels que les obligations. Ceci est valable à court terme, mais l'est moins à long terme car la volatilité sur les indices des actions est approximativement divisée en deux, lorsque l'horizon d'investissement augmente de 1 à 25 ans. Jeremy Siegel dans son livre « *stock for long run* »⁸ a écrit que les rendements réels des actions sont plus volatiles que ceux des obligations et bons du trésor à court terme. Cependant, ils n'ont jamais offert de rendements négatifs durant une période de 20 ans et plus. Par conséquent, et bien qu'il puisse sembler plus risqué de détenir des actions que des obligations, le contraire est plus juste, car l'investissement le plus sûr à long terme sont les actions non pas les obligations.

1.3.3. Le risque immobilier

Les taux d'intérêts ont un impact majeur sur le marché de l'immobilier. La hausse des taux d'intérêts augmente les couts des hypothèques et engendre la baisse de la demande sur l'immobilier, par conséquent, la baisse des prix. De plus, l'immobilier fait souvent l'objet de spéculation, surtout lorsque les conditions de financement sont faciles ce qui a tendance à créer des bulles spéculatives qui finissent souvent par exploser.

1.3.4. Le risque des matières premières

Les marchés des matières premières sont très volatiles, c'est là où réside leur risque. Ces marchés sont affectés par les politiques, les changements de saisons et les conditions générales du marché.

1.4. La gestion du risque

Puisque tous les investissements présentent des profils risque –rendements, le rôle des gestionnaires d'actifs est alors de gérer ces risques, afin de les minimiser et assurer des rendements espérés élevés. Diverses méthodes sont utilisées afin de gérer le risque à savoir :

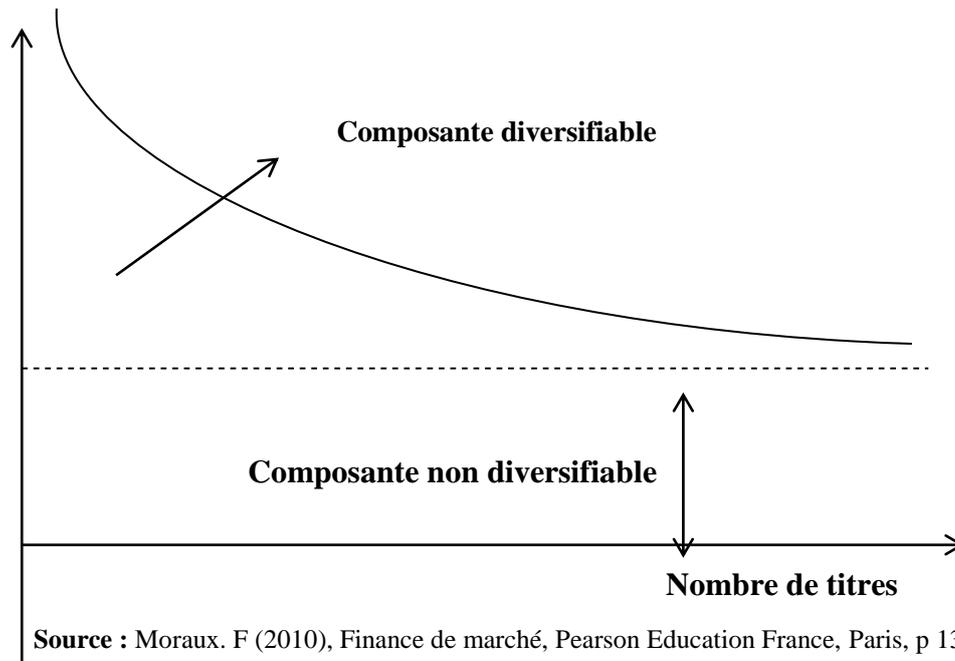
⁷ Ferri. R, op.cit. , p 27.

⁸ Ferri. R, op.cit. , p 74.

1.4.1. La diversification

La diversification est l'allocation du capital entre les différentes classes d'actifs afin de réduire le risque de perte. Ce principe se traduit par l'adage populaire qui dit « il ne faut pas mettre tous ses œufs dans un même panier » (voir figure n°19).

Figure n°19 : L'effet diversification d'un portefeuille



Source : Moraux. F (2010), Finance de marché, Pearson Education France, Paris, p 13.

Cette figure illustre l'effet de la diversification, en représentant le risque d'un portefeuille mesuré par la volatilité des rendements, en fonction du nombre de titres que celui-ci contient. On constate que le risque décroît et tend vers un niveau planché. Le risque possède deux composantes : une composante diversifiable et une composante non diversifiable (la diversification ne peut pas réduire ce risque).

Un portefeuille diversifié est composé de différentes classes d'actifs fondamentalement différentes (actions, obligations, titres monétaires et produits alternatifs), où il est préférable de choisir des actifs faiblement corrélés. A l'intérieur de ces classes, une autre diversification s'impose afin d'éviter la concentration du portefeuille. En effet, si par exemple un portefeuille est investi à hauteur de 30% en actions et ces actions sont toutes d'un même secteur (exemple : la finance), il y a alors concentration qui va nuire au portefeuille dans le cas où ce secteur est touché par une crise.

La diversification d'un portefeuille d'actions peut se faire par exemple par secteur d'activité (finance, industrie et services), par taille d'entreprises (grande, moyenne et petites capitalisations) et par type de marché (domestique et étranger ou bien développé et émergents).

1.4.2. Le rééquilibrage du portefeuille

Après l'établissement de la politique d'allocation d'actifs, le contrôle du risque exige un rééquilibrage régulier, afin de maintenir le portefeuille dans les mêmes objectifs faces aux mouvements du marché. Cela exige de vendre des actifs ayant surperformés et acheter ceux qui ont relativement mal performés. Les mouvements des prix des actifs provoquent des changements dans les pondérations de ces classes par rapport aux niveaux ciblés. Par exemple, une hausse des prix des obligations conduit à une sous pondération des actions et une sur pondération des obligations, ce qui fait que le portefeuille aura des caractéristiques de rendement et de risque plus faibles que souhaitées. Afin de ramener le portefeuille aux objectifs ciblées, il faudra donc rééquilibrer en vendant des obligations et achetant des actions⁹.

Le rééquilibrage aide les investisseurs à maintenir le profil « risque-rendement » incarné dans l'allocation d'actifs du portefeuille, car un portefeuille non équilibré pendant une longue période, penchera vers des actifs aux rendements les plus élevés, accroissant le niveau de risque global du portefeuille. Par contre, un portefeuille rééquilibré augmente pour les investisseurs la probabilité d'atteindre les objectifs d'investissement¹⁰.

1.4.3. La couverture par les produits dérivés

Selon Jacquillat et al¹¹, Un produit dérivé est un titre financier dont la valeur dépend de celle d'un autre titre financier appelé le sous-jacent. En pratique, le dérivé peut être basé sur une action, une obligation, un indice boursier, un taux d'intérêt, un taux de change, ou la survenance d'un événement particulier comme le défaut d'une entreprise.

Les *forwards*, *futures*, *swaps* et *options* constituent une famille d'innovations majeures d'instruments de gestion de risque financiers qui seront présentés comme suit :

1.4.3.1. Les contrats à terme de type forwards

Le contrat à terme de type *forward* constitue un engagement d'acheter ou de vendre une certaine quantité d'un produit sous-jacent, à une date future et à un prix fixé à l'avance c'est-à-dire au moment de la conclusion du contrat. Si à la date d'échéance, le prix de l'actif sous-jacent est supérieur au prix spécifié dans le contrat, l'acheteur réalise un gain, dans le cas contraire il réalise une perte. Le contrat *forward* présente deux caractéristiques¹² :

- Le risque du contrat est symétrique c'est-à-dire que l'acheteur du contrat *forward* réalise un gain ou une perte, selon le sens du mouvement du prix de l'actif support, qui représente exactement la perte ou le gain du vendeur.
- La valeur du contrat à terme *forward* est versée par le débiteur seulement à l'échéance, aucun paiement entre les deux parties n'intervient avant cette date.

⁹ Swensen. D, op.cit. , p 174

¹⁰ Idem, p 158.

¹¹ Jacquillat. B, Solnik. B, Perignon. C (2014), « Marchés financiers : Gestion de portefeuille et des risques », Dunod, Paris, p 232.

¹² Cleary. S, Malleret.T (2006), « Risque : Perception, Evaluation, Gestion », édition Maxima, p249

1.4.3.2. Les contrats à terme de type futures

Par construction, le contrat à terme de type futures est semblable au contrat *forward*. Comme ce dernier, les futures présentent un profil de gain symétrique. Mais à l'inverse du contrat *forward*, le risque de défaut d'un des contractants peut être complètement éliminé dans les contrats futurs grâce à deux mécanismes spécifiques : le dépôt de garantie et l'appel de marge d'une part, et l'existence d'une chambre de compensation et la standardisation des contrats d'autres parts¹³.

Pour s'assurer que chaque partie respecte ses engagements (l'acheteur et le vendeur), il est exigé un dépôt de garantie ; c'est la marge initiale qui n'est pas nécessairement exigé dans les contrats *forwards*. Son montant dépend de la volatilité du prix du contrat et donc du risque encouru. Il peut varier de 1 à 10% du montant de l'engagement en fonction de la nature du support. Si la valeur du contrat *futures* s'accroît, le gain constitué du produit du nombre de contrats par la différence entre le nouveau cours et le cours de la veille est porté au crédit de l'acheteur. A l'inverse, si le contrat a perdu de la valeur, le montant de la perte est débité du compte de l'acheteur et son dépôt de garantie se trouvera diminué d'autant. C'est la procédure de « *marking to market* ». Si de ce fait, le montant du dépôt de garantie atteint un niveau minimum appelé « marge de maintien », il sera procédé à un appel de marge auprès du client¹⁴.

Enfin, les contrats *futures* sont négociés sur les marchés à termes réglementés. La chambre de compensation s'interpose en tant qu'intermédiaire entre l'acheteur et le vendeur, tandis que les contrats *forwards* sont négociés sur les marchés de gré à gré et les contractants se rencontrent sans intermédiaires.

1.4.3.3. Les options

L'option est un contrat qui confère à son détenteur le droit mais (non l'obligation) d'acheter ou de vendre un actif sous-jacent. Ce droit est acquis en contrepartie d'une prime appelée *premium*, versée lors de la passation du contrat. De nombreux types de contrats d'options existent selon l'actif sous-jacent, comme les options sur matières premières, de change, etc.

Il existe deux types de contrats d'options : des options d'achat (*Call*) et des options de vente (*put*). Un *call* donne droit non l'obligation à son détenteur d'acheter un certain nombre d'unités d'un actif sous-jacent, à un prix déterminé à l'avance appelé prix d'exercice (*strike price*), avant ou à une date d'échéance, tandis que l'option (*Put*) confère à son détenteur le droit non l'obligation de vendre un certain nombre d'unités d'un actif sous-jacent à un prix déterminé, avant ou à une date d'échéance.

Il existe des options de type européen dont l'exercice ne peut se faire qu'à la date d'échéance et des options américaines, qui peuvent être exercées à n'importe quel moment jusqu'à la date d'échéance. Cependant, il faudrait souligner que cette distinction n'a rien avoir avec la place de cotation des options. Il existe des options de type américain sur les places financières européennes et in versement, des options de type européen sur les places financières d'Amérique de nord¹⁵

¹³Cleary. S, Malleret.T, op.cit. , p 251.

¹⁴ Idem.

¹⁵ Jacquillat. B, Solnik. B, Perignon. C, op.cit., p 287.

1.4.3.4. Les contrats d'échange (swaps)

Les contrats d'échange (*swaps*) sont des transactions de gré à gré par lesquelles, un opérateur échange une créance ou une dette ayant certaines caractéristiques contre une créance ou une dette ayant des caractéristiques différentes. Ces contrats permettent à chaque partie d'inverser les risques relatifs à leurs positions de taux ou de change¹⁶.

Les swaps sont les outils les plus utilisés pour la couverture contre le risque de taux et de change. Il existe des « swaps de taux » où deux parties s'échangent des intérêts calculés sur un même montant nominal, pendant une période prédéterminée, mais sur la base de différentes structures de taux (taux fixe et taux variables) et des « swaps de change », où les deux parties s'échangent des flux fixes libellés dans deux devises différentes.

1.4.3.5. Les dérivés de crédit

Différents outils ont été développés pour gérer le risque de crédit des obligations. Il est d'une part possible de se protéger contre le défaut d'une société en achetant des « *credit default swap* » et d'autre part, de transférer le risque de défaut à des tiers en recourant à un « *collateralized debt obligation* ».

a) Credit Default Swaps (CDS)

C'est un produit dérivé de crédit vendu sur le marché de gré à gré, dont le fonctionnement s'assimile à celui d'une assurance. Dans le cas le plus simple, un CDS ne porte que sur les obligations d'une seule société, appelée entité de référence. L'acheteur de protection paie une prime au vendeur de protection (qui peut être une banque, une compagnie d'assurance ou même un *hedge fund*) qui s'engage à racheter les obligations à leur valeur nominale en cas de défaut de la société émettrice. Le montant de la prime correspond à un pourcentage du nominal de l'actif payé périodiquement jusqu'à maturité du CDS et le contrat peut être exercé dès qu'un coupon n'est pas payé¹⁷.

b) Collateralized Debt Obligation (CDO)

Le CDO est un dérivé de crédit qui consiste à transformer un portefeuille obligataire en une série de titres financiers, ou tranches qui sont vendues à des tiers. Les investisseurs qui se portent acquéreurs des titres ainsi créés, ont le droit de recevoir des intérêts et sous certaines conditions le remboursement du capital. Ce processus de titrisation permet de transférer aux investisseurs le risque de crédit des obligations¹⁸. Dans les faits, la transformation des créances est effectuée par une société ad hoc, appelée « *Special Purpose Vehicle* » (SPV) qui achète les obligations et vend des nouveaux titres.

La perception du risque par les investisseurs est un élément important dans le processus d'allocation d'actifs, car une mauvaise appréciation du risque conduit à sa mauvaise gestion, conjugué à d'autres facteurs conduira à des difficultés voir des crises.

¹⁶ Ogien. D (2010), *Pratique des marchés financiers*, 3^{ème} édition, Dunod, Paris, p285.

¹⁷ Jacquillat. B, Solnik. B, Perignon. C, op.cit., pp 342-343.

¹⁸ Idem, p 345.

D'après Luci Ellis¹⁹, le principal facteur sous-jacent d'une crise est le cycle inhérent à la psychologie humaine autour de sa perception du risque. Lorsque le temps est bon, la perception du risque diminue, les gens commencent à se convaincre que les bons temps vont durer indéfiniment. Alors, lorsque les cycles se retournent, l'aversion au risque augmente encore, souvent au-delà des niveaux normaux.

Section 2 : L'allocation d'actifs à l'épreuve des crises financières

Les crises financières quand elles surviennent remettent en cause beaucoup de choses, voir des convictions. Des portefeuilles d'actifs enregistrent des pertes du fait de la chute de la valeur des actifs, l'aversion au risque augmente et la panique s'installe, ce qui pousse les investisseurs à fuir vers la qualité « *fly to quality* ». Des acquis et connaissances sont alors remis en cause et de nouvelles réflexions apparaissent.

La période contemporaine a été secouée par différentes crises d'ampleurs inégales. Ces crises récurrentes du système financier remettent sur le tapis des débats sur les théories traditionnelles de la finance, sur les prévisions et gestions des risques car depuis que les mouvements de libéralisation et de mondialisation se sont enclenchés à partir des années 1980, les marchés ont été souvent pris au dépourvu par des crises qui ont causé d'énormes pertes sans qu'ils n'arrivent à les prévoir.

Dans cette section, nous allons parcourir ces différentes crises qui ont secouées les marchés financiers et leur impact, qui a causé à mainte reprise un changement dans la conception du processus d'allocation d'actifs par les investisseurs.

2.1. Définition de concepts liés à la crise

Avant de donner un aperçu des crises contemporaines qui ont secoué les marchés financiers, il est utile de définir d'abord certains concepts tels que la crise financière, crise systémique, la bulle spéculative.

2.1.1. La crise financière

Dans l'encyclopédie Universalis, la crise financière est définie comme suit : « La crise financière traduit en général une instabilité financière forte. Elle désigne des perturbations sur les marchés bancaires et financiers, avec un risque de propagation à l'ensemble du système financier-que l'on qualifie de « risque systémique », de telle sorte qu'est mise en danger au moins une des trois fonctions clés du système financier : l'allocation du crédit et des capitaux, la circulation des moyens de paiement et l'évaluation des actifs financiers. Les crises financières sont d'une ampleur variable, les plus graves sont celles qui affectent l'économie. »²⁰

2.1.2. Crise systémique

« La crise systémique ou risque systémique est un événement qui entraîne des réactions négatives en chaîne, provoquant un dysfonctionnement global du système et conduisant ainsi à une crise générale impactant l'économie. »²¹.

¹⁹ Ellis. L (2009), « The global financial crisis: causes, consequences and counter measures », Reserve Bank of Australia Bulletin, p 25.

²⁰ www.universalis.fr, 15/05/2018.

²¹ Lacoste. O (2009), Comprendre les crises financières, Editions d'Organisation, Paris, p 171.

2.1.3. Bulle spéculative

« La bulle spéculative est une hausse artificielle des prix d'un actif (immobilier, pétrole, etc.) due à un excès de liquidités et à des anticipations des acheteurs, qui croient que les prix ne vont cesser d'augmenter. Or, la situation se retourne, en général suite à un incident. C'est alors le krach, c'est-à-dire la chute brutale sans fondement économique, des prix qui avait trop augmenté. L'éclatement des bulles financières est l'élément déclencheur des crises. »²².

Donc pour résumer, la crise financière est une situation de déséquilibre caractérisée par une chute brutale de la valeur des actifs financiers (krach boursier), suivi d'une panique générale surtout dans le milieu des institutions financières essentiellement bancaire. Ces banque, suite à un climat d'incertitude arrêtent de se prêter de l'argent sur le marché interbancaire, ce qui engendrera un assèchement des liquidités sur ce marché et une ruée des investisseurs pour vendre leurs actifs et retirer leur argent des comptes épargne, avec l'idée que la valeur de cette épargne va chuter si elle restait dans ces institutions.

Ces crises sont assez nombreuses dans l'histoire, mais leur ampleur est inégale car les crises les plus graves sont celles qui affectent l'économie. La crise économique est beaucoup plus lourde de conséquences puisqu'elle peut affecter l'ensemble des acteurs économiques tels que les ménages, les entreprises et les administrations publiques et déboucher vers une récession²³ voir une dépression²⁴.

2.2. Les phases d'une crise financière

Plusieurs auteurs semblent se mettre d'accord sur le fait que les crises financières ont des caractéristiques communes qui normalement, devraient être des signaux d'alerte à chaque fois que les conditions semblent se mettre en place, pour le déclenchement d'un nouveau krach. Et pourtant ce n'est pas le cas, à chaque fois, la crise prend les marchés au dépourvu.

Max et al²⁵, résumant les origines communes des crises comme suit :

- Des déséquilibres financiers internationaux ;
- Des excès de liquidité et donc des prises de risque mal maîtrisées ;
- Des surendettements des Etats, du secteur privé ou du service public ;
- Une innovation financière mal maîtrisée ;
- Une réglementation parcellaire, fragmentée et inadaptée aux réalités des marchés.

Olivier Lacoste²⁶ réunit les caractéristiques communes des crises en deux phases précédant le déclenchement :

²² Lacoste. O, op.cit. p 170.

²³ Récession : période de diminution passagère de l'activité économique, c'est une des phases du cycle économique dans un système capitaliste : expansion, crise, récession, reprise

²⁴ Dépression : une forme grave de crise qui se caractérise par un ralentissement important et durable de l'activité économique : production, investissement et consommation

²⁵ Max. B, Micolet-Marcel. P, Peauget. G (2012), Le tour de la finance en 10 étapes, édition Dunod, Paris, p 169.

²⁶ Lacoste. O, op.cit. p 174.

- Une période d'allégresse, d'euphorie ou de bulle où règne une confiance excessive, les titres passent de main en main avec une grande rapidité surtout entre de nombreux intervenants pensant avoir trouvé un moyen inédit de s'enrichir très vite.
- Une période de crédit facile où l'argent a coulé à flot. Si tant de gens ont pu se livrer à une frénésie d'achat de titres, c'est notamment parce que les banques ont accordés des crédits sans trop regarder.

D'après le même auteur²⁷, les crises financières récentes peuvent être découpées en sept phases : la vulnérabilité, le déclenchement, l'accélération, la contagion, la crise de liquidité et enfin la transmission de la crise.

2.2.1. Vulnérabilité

Pour qu'une crise se déclenche puis se développe, il faut qu'il y ait au préalable un terrain favorable. Ce terrain représente les zones de vulnérabilité du système financier. Cette période annonciatrice de crise est marquée par un déficit budgétaire des Etats élevé, ainsi qu'un niveau de la dette des pays important.

2.2.2. Déclenchement

Des événements se produisent et déclenchent la crise, telle que la révision à la baisse des notes émises par les agences de notations sur les titres adossés aux crédits hypothécaires, a fait exploser la bulle immobilière aux Etats Unis.

2.2.3. Accélération

Les indicateurs de risque tels qu'évalués par le marché, évoluent brutalement et transmettent le signal d'une dégradation de la situation aux autres marchés.

2.2.4. Contagion

Il est important de ne pas confondre le phénomène de contagion et celui de transmission. La contagion se développe à l'intérieur de la sphère financière. La transmission est le mécanisme de transfert des perturbations liées à la crise financière à l'économie réelle. La contagion s'opère suivant un mécanisme appelé « l'accélérateur financier », qui conduit les investisseurs à changer leurs anticipations et qui a pour conséquence la baisse des cours de Bourse des valeurs.

2.2.5. Crise de liquidité

L'incertitude atteint un niveau tel qu'un doute sur la solvabilité des établissements financiers s'installe. L'asymétrie d'information entre émetteurs de titres et investisseurs augmente. Les investisseurs n'acceptent plus le risque, même s'il est très rémunérateur. Cette montée de l'aversion au risque conduit les investisseurs à se retirer du marché, la liquidité se réduit alors sous l'effet d'une contraction de fonds.

2.2.6. La transmission de la crise du système financier à l'économie

Cette transmission s'opère en suivant les canaux suivants :

²⁷ Idem, p 175

- La dégradation des bilans des banques car la baisse des marchés est génératrice de perte et / ou d'une baisse du chiffre d'affaires ;
- La transmission par la contraction des liquidités.

A la suite d'un choc, les valeurs baissent sur un marché, les acteurs enregistrent une perte qui doit être compensée et qui vient réduire leurs fonds propres. Les banques ont alors moins de liquidités disponibles et peuvent être conduites à réduire leur offre de crédit. Quant aux entreprises, l'impact négatif sur leur situation financière va les amener à réduire leurs investissements et donc demander moins de crédits.

L'addition de la contraction de l'offre et de la demande de crédits, va conduire à une vision plus pessimiste de la situation par les agents économiques augmentant ainsi, le ralentissement de l'activité. Il en résulte alors, une montée de la prime de risque qui va à nouveau faire baisser les valeurs des actifs et conduire alors, à des appels de marge. Ainsi, une spirale négative s'enclenche ce qui nécessitera l'intervention des banques centrales.

2.3. Les crises contemporaines

Après la seconde guerre mondiale et la grande dépression, le monde a connu une période, appelée les trente glorieuses. Une étape marquée par une forte intervention de l'Etat dans l'économie et les banques avaient un rôle important dans le financement de l'activité économique. A partir des années 1970- 1980, un changement majeur est intervenu : les Etats Unis puis le reste du monde se sont convertis à la doctrine dites des « 3D » : Déréglementation, Décloisonnement et Désintermédiation. Les marchés financiers connaissent alors une expansion et une internationalisation impressionnante.

Cependant, et à partir de là, le monde est secoué périodiquement par des crises avec des gravités différentes, commençant par le Krach de 1987 aux crises régionales (Asie du sud-est, Russie) pour arriver à l'impressionnante crise des *subprimes* suivi de celle de la zone euro.

2.3.1. Le Krach de 1987

Les faits remontent au 14 octobre, l'annonce du déficit commercial américain faisant craindre une baisse du dollar et une hausse des taux d'intérêt, a provoqué une vente des titres par les investisseurs, accélérée par les ventes automatiques programmées sur ordinateur quand les actions baissent en dessous d'un certain seuil. Le 19 octobre, les marchés basculent, l'indice Dow Jones chute de 22.6%²⁸. Cette crise toucha également les autres grandes places financières : 34% de baisse à Paris entre le 19 octobre et le 10 novembre, baisse de 33% à Hong Kong, de 26% à francfort et 40% à Londres²⁹.

Retenant les enseignements de la crise de 1929, les autorités ont injecté massivement des liquidités, la crise alors resta cantonnée aux marchés boursiers et la confiance revint au début de l'année suivante.

²⁸ Lacoste. O, op.ci.t, p 175

²⁹ www.larousse.fr, "Le Krach de 1987", 16/05/2018.

2.3.2. La crise asiatique 1997

D'un point de vue économique, les fondamentaux des pays du sud asiatiques étaient bons. Ces pays réalisent des taux de croissance moyens dépassant 8% entre 1994 et 1996 en coré du sud³⁰.

La source des problèmes dans ces pays se situe dans la sphère financière. La libéralisation et la transformation des systèmes financiers asiatiques étaient trop rapides, ce qui a affaibli le contrôle de l'Etat sur le secteur financier engendrant ainsi, une prise de risque excessive de la part des banques qui empruntaient à court terme et prêtaient à plus long terme à leurs clientèles locales, notamment pour la spéculation immobilière.

La crise part de la Thaïlande, qui dès que ses exportations ont commencé à ralentir, l'opinion des marchés s'est modifiée et les investisseurs qui lui prêtaient sans retenue ont révisé leur jugement. Leur monnaie, le Bath qui était alors ancré sur le dollar est attaqué le 2 juillet et l'ancrage cède. La crise se propage à d'autres pays de l'Asie du sud est tel que la Malaisie, Indonésie, Philippines puis la Corée du sud. Dans ces pays, les valeurs des monnaies chutent, ainsi que les cours boursiers d'environ 50% en début juillet et à la fin de 1997³¹

2.3.3. La crise Russe 1998

En 1997, la crise asiatique a fait chuter la demande mondiale des matières premières affectant en particulier la Russie, qui est un des plus grands exportateurs de matières premières au monde. Avec la guerre en Tchétchénie, et la transition à l'économie de marché, la Russie a montré des signes de déclin de son économie.

Pour financer son déficit public, la Russie s'endettait en émettant des titres nouveaux pour financer les dettes qui arrivent à échéance. Ces titres les GKO (*Gosudarstvennoe Kratkosrochoe Obyazatelstvo*) offraient un taux d'intérêts très forts et suscitaient l'engouement des investisseurs, même si les fondamentaux de la Russie donnaient des signes sur l'incapacité de la Russie à honorer ses engagements, mais chacun était persuadé que le FMI allait garantir d'une manière ou d'une autre la dette russe, pour ne pas déstabiliser un pays qui a hérité de l'arsenal nucléaire de l'URSS³².

En été 1998, la Russie dévalue sa monnaie (le rouble) et fait défaut sur ses emprunts. Les investisseurs pris de panique, liquidèrent leurs positions en Europe et au Japon et se tournèrent vers les obligations d'Etat américain. La méfiance s'est installée sur tous les emprunteurs essentiellement privés ce qui a rendu l'investissement plus cher.

Devant le risque d'assèchement des liquidités, la réaction des autorités monétaires américaines a été vive. Cette dernière baissa trois fois de suite les taux d'intérêt et essaya de rassurer les marchés.

L'autre événement important causé par cette crise et secoué les marchés financiers, c'est la faillite du fonds spéculatif « *Long Term Capital Management* » (LTCM). Ce fonds lancé en 1994 par une équipe d'experts incluant deux prix Nobel à savoir Myron Scholes et Robert C

³⁰ Lacoste. O (2015), Les crises financières : Histoire, mécanismes et enjeux, 2^{ème} édition 2, Eyrolles, Paris, p 71.

³¹Idem, p 72.

³² Lacoste. O (2015), p 73

Merton et l'ancien vice-président de Salomon Brothers John Meriwether. Ces derniers utilisaient des modèles mathématiques sophistiqués, pour réaliser des profits à travers l'arbitrage sur titres à revenus fixes essentiellement les obligations d'Etat américain, européens et japonais. Les premières années, le fonds réalisait des rendements impressionnants : plus de 20% en 1994, 43% en 1995, 41% en 1996 et 17% en 1997³³.

A la fin 1997, le portefeuille du fonds était composé de différents produits financiers tels que les obligations d'Etats, actions et produits dérivés. Il faudra souligner aussi que le fonds faisait massivement appel à l'endettement. En effet, durant cette période, LTCM détenait 30 dollars de dettes pour chaque dollar de capital³⁴.

La panique qui s'est emparé des marchés a fait chuter les prix des actifs et le fonds LTCM était obligé de liquider plusieurs positions non favorables ce qui a engendré la perte de 44% de sa valeurs en Aout 1998³⁵.

Le 23 septembre 1998, à la demande de la *Fédéral Reserve Bank*, 3.6 milliards de dollars ont été investis par quatorze banques et sociétés de courtages pour éviter la faillite imminente de ce fonds et les conséquences que cela pourrait avoir sur le système financier international tout entier³⁶.

2.3.4. La bulle internet 2001

A la fin des années 1990, les vues sur les marchés se tournent vers les technologies de l'information et des Télécommunications (TIC). Les valeurs internet, cotées au Nasdaq (les valeurs dotcom) connaissent un véritable engouement.

A partir de mars 2000 et pendant deux ans, la Bourse américaine entraînée vers le bas par le Nasdaq, fait baisser les Bourses européennes. Malgré cela, cette crise a laissé peu de trace dans les esprits et cela est dû selon olivier Lacoste à deux raisons : d'un côté le krach a été lent, il ne s'agissait pas d'une chute brutale mais d'une décrue régulière, de l'autre côté, les attentats du 11 septembre 2001 qui avait plongé les marchés financiers dans l'incertitude et la panique puis vient l'affaire Enron³⁷.

2.3.4. La crise des subprimes et la crise de la dette en Europe

La crise des *subprimes* est une crise immobilière d'une ampleur grave, car elle s'est transformée en une crise économique mondiale. Avant de parler de la crise elle-même, il est important de mettre l'accent sur certains faits qui ont précédés son déclenchement.

Après la bulle internet et les attentats du 11 septembre, les autorités américaines ont baissé fortement les taux d'intérêt (entre décembre 2000 et décembre 2001, les taux directeurs de la FED sont passés de 6.5% à 1.75%)³⁸, les marchés américains et mondiaux ont été fortement alimentés en liquidités alimentant une bulle de crédit et contribuant à la hausse des prix des

³³ Fleming. M, Liu Weiling, Near Failure of Long Term Capital Management, https://www.federalreservehistory.org/essays/lbcm_near_failure.

³⁴ Idem

³⁵ Idem

³⁶ Fleming. M, Liu. W, op.cit.

³⁷ Lacoste. O, op.cit., 2^{ème} édition, p 76

³⁸ Laurent. D, « Les taux d'intérêt : origine et vecteurs de la crise », Revue Marché et Organisation, 2013/3 N°19, pp 165-188, p 166.

actifs immobiliers et boursiers dans les pays développés. Selon les estimations, entre 2000 et 2008, les crédits accordés par les banques commerciales américaines ont doublés, passant de 3500 à 7000 milliards de dollars³⁹.

Ces mesures ont rendu le crédit tellement facile que les banques ont prêté à des ménages qu'elles savaient pourtant insolubles. Le terme *subprimes* désigne la note attribuée à des emprunteurs qui présentent un risque élevé de ne pas pouvoir rembourser leur emprunt. Depuis les années 2000, des courtiers, pour gagner plus de commissions poussent les ménages à s'endetter de façon imprudente, en leur proposant des facilités telles que des prêts « *no doc* », c'est-à-dire que les emprunteurs n'avaient pas à fournir aucun document, sur leurs revenus ni leurs patrimoine. Les ménages se sont alors tellement endettés que les mensualités ont atteints leurs revenus. Certains prêts bénéficiaient de « *Teaser rates* », qui veut dire que les taux d'intérêts étaient faibles durant les premières années, pour masquer le fait qu'ils grimperont ultérieurement⁴⁰.

Pour les ménages qui hésitaient à emprunter, on leur expliquait que l'appréciation présentée comme certaine de leurs maisons, les aidera à faire face à leurs engagements. En effet, aux USA, lorsque la valeur du bien utilisé pour gager les prêts augmente, ceci permet aux ménages d'accroître leur endettement en proportion de cette augmentation. Cette possibilité est appelée le « *cash out* », les emprunteurs peuvent consacrer ce crédit supplémentaire, à honorer leurs échéances, ou pour accroître leurs dépenses de consommation. Ainsi, la flambée des prix immobiliers donne l'illusion d'avoir un supplément de pouvoir d'achat, ou de capacité d'endettement. Quand les prix chutent, la magie n'opère plus et le réveil est douloureux⁴¹.

Les courtiers, une fois qu'ils aient fait signer les demandeurs d'emprunts, ils les transmettent aux banques, ils touchent leurs commissions et s'en vont et ne seront plus concernés par la suite des événements.

Les banques qui normalement devaient assumer le risque de crédits, ont trouvé une technique pour se débarrasser de ces crédits, grâce à la technique de titrisation. Les banques vendent alors les crédits à des structures ad hoc, spécialement créées à cet effet appelées les SIV (*Special Investment Vehicle*), qui les achètent en empruntant sur les marchés à travers l'émission de titres à court terme la plus part du temps. Ces titres dont les ABS (*Asset Backed Securities*) adossés aux titres vendus par les banques, peuvent ensuite changer de main sur les marchés.

Les choses ne sont pas arrêtées là, mais se sont compliquées car en plus des crédits immobiliers, des prêts de toute nature sont transformés en produits financiers négociables, tels que des prêts à la consommation, des découverts bancaires et autres. Certains titres sont même construits sur d'autres titres, eux-mêmes assis sur des crédits ce qui a conduit à une situation où les acheteurs de titres (banques et épargnants) ne connaissent pas le contenu des titres acquis.

L'intérêt des banques d'utiliser cette technique, c'est-à-dire faire sortir ces crédits de leur bilan, est de profiter des taux d'intérêts bas tout en contournant la réglementation prudentielle, qui leur exige de renforcer leurs fonds propres quand elles prêtent d'avantage.

³⁹ Laurent. D, Op.cit., p 166.

⁴⁰ Idem, p 80.

⁴¹ Idem, p 80.

En 2006, la FED relève son taux directeur qui était de 1% depuis 2004 à 5.25%. Le taux de défaut augmente alors et de plus en plus de maisons sont saisies et présentées à la vente, ce qui a accentué la baisse des prix et fragilisé la situation des emprunteurs, car la formule du cash out n'est plus valable. Les titres (ABS) échangés sur les marchés financiers, gagés sur des crédits qui ne valent plus rien, commencent alors à affecter les banques et les événements se sont enchaînés.

Les problèmes ont commencé à apparaître dès que les agences de notations ont déclassé de nombreux titres adossés à l'immobilier durant l'été 2007. Les vulnérabilités des institutions financières apparaissent alors au grand jour. Nous pouvons citer comme exemple, la fermeture par la *BN PARIBAS* de trois de ses fonds d'investissement en Août 2007, les pertes affichées par la *Société Générale* (2 milliards d'Euros liés aux subprimes et 4.9 milliards liés aux opérations du trader *Jerome Kerviel*), et les difficultés de la banque Britannique *Northern Rock* qui était au bord de la faillite.

Le grand choc arriva en septembre 2008, lorsque la banque d'affaires américaine « *Lehman Brother* » se déclare en faillite, car elle n'a pas été sauvée par les autorités américaines, comme ce fut le cas de la banque « *Bear Stearn* ». Cette faillite cause une panique sans précédent. Ce qui a été une crise immobilière aux Etats Unis, est devenu une crise de tout le système financier mondial, car les produits financiers nés de la titrisation se sont massivement échangés sur les marchés, notamment entre les banques. Ceci a eu pour conséquence, l'installation de doute entre les banques qui ne se prêtaient plus d'argent entre elles, conduisant à un assèchement des liquidités sur les marchés interbancaires essentiellement, conduisant ainsi à une crise de liquidité aigue.

Lorsque des crises se déclenchent et prennent les investisseurs en dépourvus, elles créent des mouvements de paniques sur les marchés accentués par les pertes causées. Ces situations sont constatées à travers certains indicateurs tels que la prime de risque et le *Ted spread*, qui s'emballent montrant ainsi, l'Etat de panique et la méfiance qui s'installe sur les marchés. Ces indicateurs ont été utilisés par Arouri et al⁴² pour mener leur étude sur les mouvements de panique qui ont secoués les marchés financiers durant la crise des subprimes. Ils ont conclu que la prime de risque qui désigne l'écart de rentabilité attendu entre le marché dans sa totalité et l'actif sans risque, est passée durant cette période de 5.81% à 8.33%, soit une hausse de 43.54%. L'aversion mondiale moyenne au risque a augmenté de 18.82%, et la quantité du risque non diversifiable de 20.82%.

Quant au *Ted spread* perçu comme un indicateur de risque, représenté par la différence entre le taux d'intérêt généralement à trois mois, entre les Bons du Trésor américains et le taux LIBOR⁴³, s'envole durant les moments de crises. Ce taux qui évolue en temps normal entre 10 à 40 points de base (il est de 29 points de base à la fin du mois de juin) a atteint les 230 points de base en octobre 1987, 166 points de base en octobre 1998, et le niveau historique de 458 points en septembre 2008 suite à l'annonce de la faillite de *Lehman Brothers*.

⁴² Arouri. M, Jawadi. F, Foulquier. P (2009), Impact de la crise sur les coûts du capital : une comparaison internationale de l'évolution de la prime de risque, *Revue Gestion* 2000, 2009, p 60.

⁴³ LIBOR : London Interbank Offered Rate est le taux d'intérêt de référence du marché interbancaire à Londres. Il est déterminé pour de nombreuses devises, telles que GBP, USD, JPY.

La crise des *subprimes* ne s'est pas arrêtée à ce niveau, elle a eu d'autres prolongements à savoir la crise de la dette en Europe. Suite à la crise des *subprimes*, les pays européens devaient renflouer leurs systèmes bancaires, et investir pour relancer leurs économies. C'est à ce moment-là que le surendettement des pays européens est mis à nu, déclenchant une crise qui a mis en danger l'union.

Cette crise s'est déclenchée avec l'annonce du gouvernement grec, peu après son élection en octobre 2009, que le déficit pour l'année en cours déclaré par le gouvernement précédent, serait en réalité deux fois plus important (de l'ordre de 13%), et que la dette publique était de 115% du PIB. De plus, l'annonce stipulait que l'Etat avait manipulé ses comptes depuis une décennie, dans le but de masquer ses véritables déficits, auprès des instances européennes à Bruxelles afin de pouvoir assurer son adhésion à l'euro⁴⁴.

Dans un premier temps, le gouvernement allemand refusa d'aider la Grèce, laissant sous-entendre qu'un défaut de dette publique d'un gouvernement européen était envisageable, et que les investisseurs devaient supporter le risque de leurs investissements. Toutefois, cette annonce au moment de crise a accentué la panique sur les marchés, entraînant une forte hausse des taux d'intérêts des emprunts obligataires en 2011-2012, emportant dans son sillage d'autres pays tels que l'Irlande et le Portugal. Ces trois pays ont du faire alors, appel à l'aide de l'UE et du FMI, qui ont mis en place des plans de sauvetages importants, pour la Grèce (110 milliards d'Euros en mai 2010, l'Irlande 85 milliards, et le Portugal 78 milliards)⁴⁵ en contrepartie de réformes et de plans d'austérité dont les retombées sociales dures ont été imposées à ces pays. D'autres plans de sauvetages pour la Grèce en suivis par la suite.

La gravité de la crise de 2007-2008, réside dans le fait qu'elle ait commencé sur le marché des crédit hypothécaires aux Etats Unis et s'est propagée un peu partout dans le monde, touché tous les secteurs et débouchée par ailleurs, vers une crise économique mondiale. Les réponses à cette crise de la part des gouvernements étaient inhabituelles. En effet, pour lutter contre cette crise, les autorités monétaires sont allées au-delà de la politique monétaire dite conventionnelle. Ayant déjà réduit les taux d'intérêts à un niveau très bas, elles ont imaginé de nouveaux moyens pour financer l'économie, des mesures qualifiées de non conventionnels ont été adoptées, par les banques centrales des Etats Unis, du Royaume Uni, du Japon et de la zone euro, dans le but de restaurer la confiance sur les marchés interbancaires et financiers, et mettre en place une nouvelle politique monétaire accommodante à des taux d'intérêt zéro. Tous cela pour assurer une stabilité macroéconomique.

En temps normale, la politique monétaire est mise en œuvre via la manipulation des taux d'intérêts directeurs (les taux de refinancement des banques commerciales à court terme). Les niveaux de ces taux sont fixés périodiquement par les autorités monétaires. Quant aux taux à long terme, ils sont librement déterminés sur les marchés financiers (ce sont les taux des obligations d'Etat à maturité de 10 ans), en fonction des anticipations de l'évolution des fondamentaux économiques, qui sont à leurs tours influencés par la politique monétaire.

⁴⁴ Chouaib. E, Jeanneret. A (2015), La crise de la dette en Europe, Revue d'analyse économiques, vol 91, n° 4, HEC Montréal, p9.

⁴⁵ Idem.

En temps de crise, une politique monétaire non conventionnelle est adoptée, elle peut revêtir deux formes : des instruments usuels de politique monétaire utilisés à des fins non conventionnels et des instruments nouveaux⁴⁶.

La première forme appelée « assouplissement qualitatif », réalisée de deux manières : premièrement, en allongeant les échéances de refinancement des banques, sécurisant ainsi l'accès des banques à la liquidité centrale. Des refinancements au jour le jour ont été rallongés à 28 jours par la FED en décembre 2007, et la BCE a lancé des opérations à trois ans en Décembre 2011 et février 2012, puis en Septembre 2013, une série d'opérations venant à échéance en septembre 2018. Ces financements ont été accordés à des taux directeurs habituellement réservés aux échéances hebdomadaires. Deuxièmement, en élargissant les catégories de garanties retenues pour les opérations de refinancements, qui autrefois se limitaient aux actifs négociables (obligations de faible risque bénéficiant d'une bonne notation des a ratings) et des actifs non négociable à savoir les crédits dont les probabilités de défaut sont considérés comme faibles tels que certains crédits bancaires aux grandes entreprises non financières et autres, ce qui conduira les banques à prendre plus de risque et financer les petites et moyennes entreprises.

La deuxième formes est appelée « assouplissement quantitatif », elle consiste en l'achat de titres de dettes sur les marchés secondaires, afin d'augmenter leur cours et baisser les taux d'intérêts des titres à revenus fixes. En principe, des achats de titres par la banque centrale ne devraient pas modifier les cours, puisqu'ils laissent les caractéristiques fondamentales de l'émetteur (comme le risque, l'endettement, etc.) inchangés. Néanmoins, les imperfections des marchés expliquent que les interventions de la banque centrale aient souvent un impact sur les cours : les titres achetés deviennent plus rares sur le marché secondaire. Si pour des raisons institutionnelles, certaines émissions et parmi elles certaines échéances, sont plus recherchés. Par exemple, les titres les plus liquides des émetteurs les moins risqués, alors leurs cours augmentent. Les investisseurs se tourneront alors vers d'autres actifs, vers des titres dont les cours ou l'offre peuvent augmenter. La baisse générale des taux obligataires qui en résulte, allège le cout du financement des entreprises et des ménages. La hausse des prix des actifs réels (action, immobilier) produit des effets de richesse et l'offre de crédit par les banques s'accroît, l'ensemble de ces facteurs soutenant la demande.

A ces mesures vient s'ajouter la fixation en septembre 2014 d'un taux de facilité de dépôt négatifs de -0.2% qui est passé à -0.4% en 2016, avec un taux de refinancement de 0%. Cette mesure a pour objectif d'un côté, d'encourager le crédit, car ces taux d'intérêts devraient détourner les banques des placements de liquidités, au niveau de la banque centrale et aussi de l'achat d'obligations d'Etat tels que les bons de Trésor allemand, dont les rendements sont eux aussi négatifs. De l'autre côté, faire baisser la valeur de l'Euro vis-à-vis des autres monnaies, car les faibles taux d'intérêts devraient pousser les investisseurs à aller chercher ailleurs, des placements plus rentables. Cela a provoqué la course des Banques centrales vers la baisse des taux d'intérêts, par anticipation de la mesure de la BCE, c'est le cas de la Banque Nationale

⁴⁶ Pfister. C, Valla. N (2015), Les politiques monétaires non conventionnelles, L'Économie mondiale 2016, édition La Découverte, Paris, pp40-55.

Suisse et la Banque centrale du Danemark qui ont appliqué des taux négatifs pour éviter l'appréciation de leur monnaie.

3.4. Evolution de l'allocation d'actifs

Comme nous l'avons déjà souligné, les crises prennent les investisseurs au dépourvu, leur causent des pertes énormes et remettent en cause leur manière de faire c'est-à-dire de construire et gérer leur portefeuille. L'allocation d'actifs a évolué depuis l'étape où on allouait uniquement aux deux classes traditionnelle à savoir les actions et les obligations. Après les années 1970, les portefeuilles se sont élargis en incluant les actions étrangères, puis constitués en paniers (petites et grandes capitalisations et action de valeur et de croissance). En dernier les portefeuilles se sont encore élargis pour inclure d'autres classes d'actifs appelés les alternatifs (immobilier, private equity, hedge funds, matières premières).

Toute cette évolution s'est basée sur la diversification comme moyen de réduire le risque et augmenter le rendement. Cependant, la diversification longtemps louée pour sa capacité à réduire le risque est limitée en temps de crise, car celle-ci comme nous l'avons déjà souligné est basée sur la corrélation des actifs ; il faudrait former des portefeuilles d'actifs les moins corrélés possibles, ce qui est valable lorsque les marchés financiers sont normaux mais ne l'ai pas en temps de crise. Une étude menée par Sandoval et De Paula⁴⁷ sur les corrélations des marchés financiers en temps de crise, a montré que ces derniers tendent à se comporter de manière similaire durant les moments de forte volatilité.

Une autre étude conduite par Iona Moldovan⁴⁸ sur la corrélation des marchés des actions avant et durant la crise en prenant trois indices (Dow Jones, FTSE et Nikkei) a tiré les mêmes conclusions. Selon elle, les corrélations entre les indices est très forte durant la crise essentiellement en période de déclin. Cela s'explique par la panique des investisseurs durant la crise qui est plus intense que le sentiment d'excitation durant les périodes de croissance. Cette panique détermine les ventes massives qui conduisent à l'effondrement des cotations et les mauvais sentiments qui les alimentent, puisque la plupart de investisseurs s'empressent de liquider leurs avoirs afin d'éviter des pertes plus grandes. Cette situation a conduit les investisseurs à changer leur façon de construire leurs portefeuilles, autrefois basé sur les montants à allouer aux différentes classes d'actifs, et passer vers un processus d'allocation centré sur une plus grande compréhension des risques.

D'après le rapport sur la stabilité financière dans le monde publié par le FMI⁴⁹, un nouveau cadre d'allocation d'actifs basée sur les facteurs de risque, commence à gagner de la reconnaissance parmi les investisseurs institutionnels. Ils ont commencé à regrouper les investissements sur la base de leur profil de risque-rendement plutôt par classe d'actifs (actions, obligations et les actifs alternatifs), comme c'est traditionnellement fait. A travers cette méthode, les gestionnaires d'actifs tentent de mieux comprendre les risques qu'ils prennent afin de mieux les gérer au sein de leurs portefeuilles. *CalPERS (California Public Employees*

⁴⁷ Sandoval. J. L., De Paula. I (2011), Correlation of financial markets in times of crisis, *Revue Physica A: Statistical Mechanics and its applications*, Volume 391, pp 187-2018.

⁴⁸ Moldovan. I (2011), Stock markets correlation: before and during the crisis, *Revue Theoretical and applied economics*, n°8, Bucharest Academy of Economic Studies, pp111-122.

⁴⁹ International Monetary Fund (September 2011), Long Term Investors and Their Asset Allocation, Where are they now? *Global Financial Stability Report*, Washington, p 19.

Retirement System) et *Alaska Permanent Fund Corporation* ont donné à travers les tableaux n°16 et 17, de nouvelles classifications d'actifs.

Tableau n°16 : La classification d'actifs de CalPERS

Classe de risque	Traduction en classe d'actifs	Objectifs
Revenu (Income)	Titres à revenus fixes internationaux	Délivrent des revenus stables
Croissance(Growth)	Actions cotées et non cotées	Exposés positivement à la croissance économique
Réel (real)	Immobilier, Infrastructure, investissements forestiers	Aident à préserver la valeur réelle du fonds de pension
Indexé à l'inflation (Inflation Linked)	Matières premières, obligations indexées à l'inflation	Procure une protection contre l'inflation
Liquidité (Liquidity)	Cash et obligations d'Etat	Offre de la liquidité lorsque c'est nécessaire

Source: International Monetary Fund, op.cit. p19.

CalPERS, un fonds de pension américain classe les actifs à inclure dans le portefeuille selon le revenu et la protection contre le risque qu'il procure. Le cash et les obligations d'Etat offrent de la liquidité, tandis que les matières premières qui ne sont pas trop liquides et plus risquées, offre une protection contre l'inflation que la première catégorie n'en a pas.

Pour la catégorie revenus, elle offre une stabilité des revenus ce qui réduit les risques de volatilité des revenus retrouvés dans la catégorie croissance. Toutefois, cette dernière bien que risquée, permet de profiter des opportunités de hausse de revenus durant les périodes de croissance économique.

Alaska Permanent Fund Corporation est un fonds souverain très actif sur les marchés financiers. classe les actifs aussi selon le rendement et le risque. Le cash et autres produits de taux sont considérés comme catégorie d'actifs la moins risquées, comparées aux autres, qui procurent des opportunités de rendements importantes, mais accompagné d'un degré de risque tout aussi important

Tableau n°17 : Classification d'Alaska Permanent Fund Corporation

Classe de risque	Traduction en classe d'actifs	Objectifs
Cash	Investissements liquides à court terme	Faire face aux engagements contractés et gérer les besoins de liquidités
Taux d'intérêt	Les obligations d'Etats	Procurent une assurance contre les corrections des marchés d'actions
Exposition aux sociétés	Actions et obligations d'entreprises (de bonne qualité et à haut rendement)	Bénéfices en temps de croissance
Actifs réels	Immobilier, infrastructure, titres de trésor protégés contre l'inflation	Protéger la valeur réelle du fonds à travers le temps
Opportunités spéciales	Rendements absolus, crédits structurés et autres stratégies	Prendre un avantage dans des opportunités de marchés

Source: International Monetary Fund, op.cit. p19.

Pour conclure cette section, nous pouvons dire que les crises ont eu un impact important sur le secteur de la gestion d'actifs. Les investisseurs ont traditionnellement, construit des portefeuilles, en se basant sur les montants à allouer aux différentes classes d'actifs. L'allocation d'actifs a évolué comme suit : au départ, on allouait aux actions et obligations domestique, puis inclut les actions étrangères ; séparer les actions en large and small et growth and value ; inclut l'immobilier et le private equity ; et enfin les matières premières et les hedge funds. La crise financière mondiale de 2008, et tous les problèmes qui s'en sont suivis, ont poussé ces investisseurs à passer vers une stratégie basée plus sur la compréhension du risque, on parle alors d'allocation au risque.

En guise de conclusion au chapitre, nous avons constaté que dans le domaine de l'allocation d'actifs le risque est omniprésent. Les chinois l'avait définis comme menace est opportunité. Ceci met les gestionnaires d'actifs face au défi de profiter de l'opportunité de rendement, tout en gérant le risque de perte, afin de le réduire sachant que le risque zéro n'existe pas.

L'allocation d'actifs a évolué à travers le temps avec l'évolution des nouvelles technologiques, mais aussi avec les crises qui ont secoués les marchés financiers, l'exposant à d'importants risques de pertes, ce qui met en évidence que le risque a toujours été un élément indissociable de l'allocation d'actifs. Pour cela des produits financiers spéciaux ont été développés appelés produits dérivés (options, contrats à termes, etc.). Toutefois, ces mêmes produits censés protéger contre les risques financiers, font l'objet de forte spéculations, accentuant ainsi, la volatilité des marchés financiers et par conséquent, les risques de pertes importantes ce qui oriente l'allocation d'actifs vers plus d'analyse de risque.

Chapitre V :

Analyse des stratégies d'investissement des fonds souverains à travers les cas de la Chine, Qatar et Abu Dhabi

Chapitre V : L'analyse des stratégies d'allocation d'actifs des fonds souverains à travers les cas de Chine, Qatar et l'émirat d'Abu Dhabi

Une littérature abondante traitant des fonds souverains est apparue depuis quelques années. Certains auteurs ont avancé la thèse qui stipule que ces fonds ne diffèrent en rien des autres fonds d'investissement tels que les fonds de pension, en matière de stratégie d'investissement. En d'autres termes, ils investissent d'une manière diversifiée dans les différentes classes d'actifs, afin de réaliser des rendements ajustés aux risques. En revanche, d'autres auteurs, se sont intéressés aux objectifs de ces derniers qui vont au-delà de la réalisation des rendements, car ces fonds appartiennent à des Etats, ils sont alors utilisés dans la conduite de la politiques socioéconomique des gouvernements.

Ainsi, l'objectif de ce chapitre est d'analyser la stratégie d'investissement de certains fonds, en se concentrant d'abord sur leur allocation d'actifs, ensuite tenter d'expliquer la manière dont ces fonds incluent les autres objectifs dans leurs stratégies.

Section1 : Méthodologie de recherche

Dans cette première section, nous allons d'abord exposer certains travaux antérieurs ayant traités des fonds souverains, puis nous allons présenter les fonds souverains qui feront partie de notre échantillon d'étude. Enfin, nous exposerons la démarche à suivre pour effectuer notre analyse.

1.1. Identification des sources

Pour notre revue de la littérature, on s'est plus servi des recherches électroniques, spécialement des travaux réalisés dans ce domaine afin de rédiger cette partie. Toutes les sources utilisées étaient en anglais. Certaines conceptuelles, elles nous ont permis de définir et exposer le thème dans un premier chapitre, tandis que d'autres empiriques, nous les avons utilisées comme base, pour conduire notre étude sur la stratégie d'allocation d'actifs de ces fonds. Ces travaux sont assez récents, ils datent de 2007 à 2014.

1.2. Présentation des travaux antérieurs

Les auteurs ayant écrit sur les fonds souverains, les ont abordés sous différents angles. Certains ont étudié leurs portefeuilles d'investissement, à travers l'allocation d'actifs stratégique. D'autres, se sont focalisés sur le comportement et la relation avec l'environnement d'investissement de ces fonds. Sherer¹, Balding et Yao yao² ont étudié chacun de son côté, la manière dont devrait être conduite l'allocation d'actifs des fonds souverains financés par les recettes pétrolières. Scherer a conclu que les portefeuilles des fonds souverains pétroliers devraient avoir deux composantes, une spéculative et l'autre de couverture. Les portefeuilles devraient exclure les actifs ayant une très forte corrélation avec les prix du pétrole. Selon lui, le

¹Scherer. B (October 2010), Portfolio choice for oil based sovereign wealth funds, EDHEC Business School working paper.

²Balding. C, Yao Yao (2011), Portfolio allocation for sovereign wealth funds in the shadow of commodity based national wealth, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1805297.

Chapitre V : Analyse des stratégies d'allocation d'actifs des fonds souverains à travers les cas de la Chine, Qatar et Abu Dhabi

manager d'un fonds pétrolier devrait étendre son univers d'investissement, pour inclure des actifs de performance qui procurent une performance pouvant suivre le changement de la richesse et des actifs de couverture, qui montrent une corrélation négative avec la volatilité des prix du pétrole. Sur le terrain, les actions offrent peu de couverture contre la volatilité des prix du pétrole. Au même temps, les titres à revenus fixes (essentiellement à court terme) font cela, mais n'offrent pas le même rendement. Par ailleurs, le manager doit combiner les deux actifs de performance et de couverture.

Pour Balding et Yao Yao, l'allocation d'actifs optimale pour un fonds souverain pétrolier devrait être orientée vers des actions internationales fortement liquides et des obligations souveraines, de bonne qualité et à faible risque. Concernant le risque que présente la volatilité des prix du pétrole, puisque les revenus de ces fonds y sont liés, une couverture à travers les produits dérivés (options et futures) est nécessaire.

Bodie et Brière³ ainsi que Matellini et Milhau⁴ se sont focalisés sur l'analyse du portefeuille optimale des fonds souverain. Bodie et Brière ont analysé l'allocation optimale, en se basant sur la nature et la taille des actifs et passifs de ces fonds, ainsi que la source d'incertitude. Pour eux, le portefeuille optimal pour les fonds souverains devrait être composé, d'un portefeuille recherchant la performance (la réalisation des rendements), et de trois portefeuilles de couvertures contre les risques liés aux fluctuations des excédents fiscaux, des dettes domestiques et étrangères (couverture contre l'inflation, fluctuation des prix des ressources naturelles etc.).

Pour Martellini et Milhau, la stratégie d'allocation d'actifs optimale des fonds souverains devrait prendre en considération les caractéristiques aléatoires du processus de financement des fonds (la source du financement) ; de la valeur du passif du fonds (l'utilisation des fonds) et des actifs détenus dans le portefeuille. Ils suggèrent que le portefeuille d'investissement d'un fonds souverain devrait contenir trois composants : Un portefeuille cherchant le rendement (*A performance seeking portfolio*) ; un portefeuille de couverture contre la volatilité de la source de financement (*An endowment hedging portfolio*) ; un portefeuille de couverture du passif (*Liability hedging portfolio*).

Le premier est un portefeuille standard. Généralement investi dans les actions à la recherche des rendements ajustés au risque les plus élevés. Le deuxième est un portefeuille spécial, dont l'objectif est de protéger le fonds contre le risque lié aux flux de financement du fonds (prix du pétrole pour les fonds pétroliers et les facteurs macro-économiques qui influencent les excédents commerciaux pour les autres fonds). Le dernier a pour objectif de se couvrir contre le risque d'inflation, généralement investi dans des actifs montrant des propriétés de couverture contre l'inflation telles que les obligations.

³Bodie.z, Brière.M (October 2013), Optimal Asset Allocation: Theory and Practice, Boston University School Asset Management.

⁴Martellini. L, Milhau. V (October 2010), Asset-Liability Management Decision for Sovereign wealth Funds, EDHEC- Risk Institute Publication.

Chapitre V : Analyse des stratégies d'allocation d'actifs des fonds souverains à travers les cas de la Chine, Qatar et Abu Dhabi

Dyck et Morse⁵ se sont focalisés sur les objectifs derrière les décisions d'investissements des fonds souverains. Leur étude s'est faite sur la base de 20 fonds souverains, qui constituent des portefeuilles diversifiés en classes d'actifs risquées (actions cotées, private equity et immobilier), secteurs d'activités essentiellement la finance, le transport, l'énergie et les télécommunications, dans divers zones géographiques y compris leurs pays d'origine (données allant de 1999-2008). Ils ont identifié certains objectifs et essayé de tester leur pouvoir explicatifs des variations dans les portefeuilles des fonds souverains. Les objectifs sont : les rendements financiers ; la couverture ; et enfin la planification des Etats d'origine de ces fonds. Les résultats ont montré que la couverture ne pèse pas beaucoup dans les décisions d'investissement des fonds souverains, mais ce sont les deux autres objectifs (rendements financiers et planification des Etats). Ces deux éléments expliquent à eux seules environ 15% de la variable (7% est expliquée par la variable financière et 8% par la planification de l'Etat). Cela veut dire, qu'à côté du rendement financier, ces fonds réalisent des investissements qui génèrent des transmissions de savoir et de technologies, qui vont aider dans la diversification économique selon un plan stratégique national.

Brown et al⁶ ont étudié la stratégie d'allocation d'actifs des fonds souverains basés sur les matières premières, en faisant un lien avec certaines grandeurs macro financières à savoir : le budget de l'Etat, la politique monétaire et le taux de change. L'accent est mis sur les fonds de stabilisation financés par les recettes pétrolières, qui sont mis en place afin de suivre étroitement la situation financière du pays, en minimisant les distorsions que la volatilité des prix de cette matière peut causer au budget, au prix et au taux de changes. Les résultats de l'étude sont résumés comme suit :

- Le lien avec le budget de l'Etat réside dans le résultat du solde budgétaire. Ce dernier détermine l'utilisation du fonds de stabilisation. Autrement dit, si le solde est excédentaire, il sera placé dans le fonds souverain, mais si c'est un déficit le fonds le financera.
- Concernant la politique monétaire, la hausse des prix des matières premières engendre une augmentation des revenus de l'Etat, mais des pressions inflationnistes planeront sur l'économie. Dans ce cas, un fonds de stabilisation aura comme rôle d'investir une partie de ces revenus afin d'atténuer cet impact.
- Enfin, pour le taux de change, la hausse des prix des matières premières augmentera les revenus de l'Etat. Une pression à la hausse s'exercera alors sur le taux de change de la monnaie locale. Un fonds souverain de stabilisation aura pour rôle alors d'atténuer cet impact en investissant une part de cette manne d'argent à l'étranger.

D'après ces auteurs, les ressources des fonds souverains de stabilisation (pétroliers essentiellement) ont besoin d'être investis dans des actifs étrangers à compensation cyclique, qui tendront à compenser l'impact inverse des prix des matières premières sur les comptes de l'Etat. Les actifs idéals devraient être ceux qui montrent une corrélation négative au cycle

⁵Dyck. A, Morse. A (February 2011), Sovereign wealth fund portfolios, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1792850##.

⁶Brown. A, Papaioannou. M, Petrova. I (January 2010), Macrofinancial Linkages of The Strategic Asset Allocation of Commodity Based Sovereign Wealth Funds, IMF working paper No 10/9.

Chapitre V : Analyse des stratégies d'allocation d'actifs des fonds souverains à travers les cas de la Chine, Qatar et Abu Dhabi

économique du pays propriétaire, d'où la stratégie d'allocation d'actifs orientée essentiellement vers des actifs de pays présentant une compensation cyclique aux pays propriétaires, tels que les actifs en dollar US dans le cas des pays pétroliers. Les fonds de stabilisation devraient investir dans des actifs de courte durée, puisque les ressources de ces fonds peuvent être demandées à tout moment pour être utilisées à court et moyen terme.

R. Van der ploeg⁷ souligne dans son étude que le défi principal des pays riches en ressources naturelles, est de convertir ces dernières en actifs à long terme tels que le capital physique, le capital humain et les actifs financiers détenus à l'étranger. Puisque les ressources naturelles sont non renouvelables et leurs prix sont fortement volatiles et imprévisibles, trois types de fonds souverains pourront jouer un rôle, dans la gestion des excédents de revenus générés par ces ressources :

- Un fonds intergénérationnel dont rôle principal serait de sauvegarder des revenus pour les générations futures ;
- Un fonds de liquidité qui servira à protéger l'économie contre la baisse des prix des matières premières ; et
- Un fonds d'investissement qui garderait temporairement des fonds, jusqu'à ce que des projets d'investissement domestiques soient prêts à être entrepris, surtout lorsque le pays n'est pas bien intégré sur les marchés de capitaux internationaux.

Pour l'auteur, la gestion d'un fonds souverain devrait tenir compte des réserves en ressources naturelles restantes dans le sous-sol ou en mer, et de la volatilité des prix de ces matières. Les portefeuilles devraient être constitués alors en grande partie, en actifs plus ou moins risqués et en actifs dont les rendements sont négativement corrélés à ceux des ressources naturelles.

Lecher et al⁸ vont dans le même sens, en proposant la segmentation des réserves de changes en trois tranches d'investissement : Reserve, Stabilisation et Epargne. Leur allocation d'actifs serait comme suit :

- un fonds de réserve qui serait chargé de la préservation du capital et la liquidité, la couverture des importations, le remboursement des dettes à court terme et le maintien de la stabilité du taux de change. L'allocation d'actifs de cette tranche est la plus simple, la proportion la plus élevée serait affectée au cash (très peu risqué), suivi des titres à revenus fixes essentiellement les obligations de courte durée et de bonne qualité ;
- un fonds de stabilisation qui se chargerait de préserver le capital, protéger l'économie des situations de baisse des prix des matières premières pour les pays exportateurs et la baisse des exportations de biens et services, suite à des développements macroéconomiques inverses, tel que la récession pour les pays concernés. Le portefeuille de stabilisation devrait être suffisamment liquide, construit de manière à aider à atteindre un certain niveau de rendement. Comparé au portefeuille de réserves, l'allocation au cash sera réduite au profit des obligations souveraines de bonne qualité.

⁷ Van der Ploeg.F, (2011), Natural Resources: Curse OR blessing? Journal of Economic Literature, 49, pp 366-420.

⁸Lecher.S, Olympio.N, Castelli.M (2012), Asset Allocation for Sovereign Institutions, Insight, UBS Global Asset Management.

Chapitre V : Analyse des stratégies d'allocation d'actifs des fonds souverains à travers les cas de la Chine, Qatar et Abu Dhabi

Le reste prendrait en considération la réaction des actifs à la source de financement du fonds, par exemple : les actions offrent une couverture contre la baisse des prix du pétrole mais pas contre la récession.

- un fonds d'épargne dont objectif serait de maximiser le *risk-adjusted-returns*, sur un horizon de temps plus ou moins long et atteindre certains objectifs nationaux spécifiques, tels que faire face au vieillissement de la population et le transfert des richesses pour les générations futures. Le portefeuille devrait détenir peu de cash et d'obligations souveraines, ainsi que les dettes des économies émergentes. L'allocation devrait être orientée vers les actions des régions à forte croissance (ex : économies émergentes), actifs alternatifs pour capturer la prime de risque (ex : private equity, infrastructures, immobilier, etc.).

D'autres études ont mis l'accent sur le comportement d'investissement des fonds souverains, ainsi que l'impact de leurs investissements sur la valeur des entreprises cibles. Bernstein et al⁹ ; Johan et al¹⁰ ; Kotter et Lel¹¹ et Miceli¹² ont cherché à comprendre le comportement d'investissement des fonds souverains, à travers la construction de différents échantillons. Johan et al ont tenté de comprendre les raisons qui incitent les fonds souverains à investir dans les entreprises non cotées. Ils se sont basés sur quatre déterminants qu'ils ont tenté de vérifier. Ces déterminants sont : l'environnement légal des pays cibles (efficacité du système judiciaire, la corruption, les lois en vigueur, le risque d'expropriation, etc.) ; les relations bilatérales entre les pays cibles et le pays d'origine du fonds souverain ; la corrélation entre les marchés des actions des pays cibles et du pays d'origine du fonds ; La source du fonds souverain. Ils ont conclu que les fonds souverains ont tendance à investir dans les entreprises non cotées lorsque l'indice de légalité du pays cible est faible.

Les résultats suggèrent que ces fonds investissent stratégiquement dans les pays où les systèmes légaux sont moins développés. Les relations bilatérales entre les pays cibles et pays d'origine du fonds souverain ont peu d'impact, car il n'y a pas beaucoup d'éléments de preuves et enfin, lorsque la corrélation des rendements des marchés des actions des deux pays (d'origine et cible) est forte, les fonds souverains ont plus tendance à investir dans les entreprises non cotées. Quant à la source de financement du fonds, elle n'a pas d'impact important sur le poids des entreprises non cotées dans leurs portefeuilles. Autrement dit, les fonds pétroliers n'investissent pas plus que les autres fonds non pétroliers dans les entreprises non cotées.

Valeria Miceli s'est penchée sur le comportement des fonds souverains sur les marchés des actions. En d'autres termes, si ces derniers se copient lors de leurs investissements ou pas, en utilisant une mesure du comportement mimétique appelée LSV (*Lakonishok, Shleifer et Vishny* de 1992). Les résultats ont été négatifs ($H_{i,t} = -5$). Ces résultats s'expliquent premièrement, par l'absence de mimétisme selon la mesure LSV. En d'autres termes, les fonds souverains ne se

⁹Bernstein. S, Lerner. J, Schoar. A (April 2009), The investment strategies of sovereign wealth funds, NBER working paper No.14861.

¹⁰Johan.S, Knill.A, Mauck.N (February 2013), Determinants of sovereign wealth funds in private equity vs public equity, Journal of International Business Studies, vol.44.No.2, pp 155-172.

¹¹Kotter. J, Lel. U, op.cit.

¹²Miceli. V (December 2011), « Do sovereign wealth funds herd in equity markets », University of Cambridge.

Chapitre V : Analyse des stratégies d'allocation d'actifs des fonds souverains à travers les cas de la Chine, Qatar et Abu Dhabi

regroupent pas pour acheter et vendre les mêmes actions dans les mêmes secteurs. Deuxièmement, par la tendance de ces fonds à suivre les mêmes stratégies à travers les secteurs à une période donnée.

Concernant toujours le comportement d'investissement, Kotter et al a conclu que les fonds souverains agissaient de la même manière que les investisseurs institutionnels, en choisissant de grandes entreprises en difficultés financières localisées dans les pays développés. Quant à Bernstein et al qui ont analysé les stratégies d'investissement des fonds souverains dans les actions ont conclu que, l'implication des politiques dans la gestion des fonds influence les stratégies de ces derniers. En effet, les fonds où les leaders politiques sont impliqués ont tendance à investir plus à l'intérieur qu'à l'extérieur du pays, contrairement aux ceux qui font appel aux managers externes. Au même temps, les fonds souverains avec des managers externes préfèrent investir dans des secteurs à faible PER, qui connaissent une hausse l'année suivant l'investissement, alors que les autres fonds investissent dans des secteurs à PER élevé, et connaissent un changement négatif dans la valeur après l'investissement

Dewenter et al¹³, Kotter et al, Murtinu et al, Fernandes¹⁴ ont analysé l'impact des investissements des fonds souverains sur l'entreprise, en étudiant l'impact sur le cours des actions de cette dernière ainsi que sur ses performances. Pour Kotter et al, l'entreprise connaît des rendements anormaux cumulatifs (RAC)¹⁵ positifs, à l'annonce des investissements des fonds souverains. Ces rendements sont similaires à ceux enregistrés à l'annonce des investissements des autres investisseurs. Cela signifie que ces investissements transmettent des informations positives sur l'entreprise ciblée, ce qui influence le cours de leurs actions d'une manière positive. Dewenter et al vont dans le même sens, en analysant au même temps l'impact d'un désinvestissement des fonds souverains sur la valeur de la cible. Ils ont conclu que si l'annonce d'un investissement a un effet positif, le désinvestissement a un effet contraire car il y aura une transmission d'informations négatives sur l'entreprise. Pour eux, le changement dans la valeur de l'entreprise lié aux transactions des fonds souverains, reflète un arbitrage entre le gain provenant des activités de surveillance et de lobbying faites par le fonds, et la perte engendrées par leur retrait et la réduction de leur surveillance.

Concernant la performance des entreprises cibles des investissements des fonds souverains, les avis divergent, Kotter et al avancent que l'entreprise ciblée ne connaît pas de changement significatif dans la rentabilité, la croissance et la gouvernance ce qui veut dire que ces investissements n'ont aucun impact sur la l'entreprise, car ils n'améliorent pas sa valeur à long terme ni l'a détériore. Par contre, Fernandes dit le contraire. Pour lui, les investissements des fonds souverains améliorent la performance des entreprises, car celles-ci affichent une croissance dans le ROA (*Return On Asset*)¹⁶, le ROE (*Return On Equity*)¹⁷ et la marge bénéficiaire après investissements.

¹³Dewenter. K, Han. X, Malatesta. P, op.cit.

¹⁴Fernandes. N, op.cit.

¹⁵ RAC (Rendements anormaux Cumulatifs) : c'est la somme de tous les rendements cumulatifs jusqu'au moment « t ». Les rendements anormaux sont des excédents de rendements d'un portefeuille par rapport au portefeuille de marché.

¹⁶ ROA (Return On Asset) : c'est le taux de rendement de l'actif investi, il est égale au résultat net /total d'actifs

¹⁷ ROE (Return On Equity) : c'est le rendement des capitaux propres, il est égale au résultat net/capitaux propres.

Chapitre V : Analyse des stratégies d'allocation d'actifs des fonds souverains à travers les cas de la Chine, Qatar et Abu Dhabi

Nous terminons avec Murtinu et al. Ces derniers ont orienté leur travail vers l'identification des facteurs déterminants les variations des cours des actions des entreprises ciblées, par les investissements des fonds souverains. Leurs résultats ont démontré que les cours des actions baissent lorsque les investissements sont stratégiques, étant données que les objectifs derrière ont un côté politique. Par ailleurs, les cours augmentent lorsque les investissements visent des secteurs non stratégiques. Les fonds souverains profitent d'une hausse des cours des actions lorsque celles-ci sont étrangères comparées aux actifs domestiques.

En conclusion de ces études, deux points essentiels peuvent être retenus. Premièrement, les fonds souverains ne sont pas différents des autres investisseurs institutionnels. Leur comportement d'investissement ressemble à celui de ces derniers et les marchés reçoivent bien l'annonce de leurs investissements. Deuxièmement, les portefeuilles des fonds souverains devraient avoir plusieurs composantes. Certains ont proposé deux composantes spéculative et stabilisatrice, tandis que d'autres, parlent de composantes spéculative et stratégique.

1.3. Démarche méthodologique

Les fonds souverains les plus actifs, investissent beaucoup sur les marchés nationaux et internationaux, tout en suivant les objectifs qui leurs sont fixés par leurs pays d'origine. Ces investissements ne se font certainement pas au hasard, ils doivent prendre en considération des exigences au moins en matière de risque et de rendement.

1.3.1. Rappel des principes de base de l'allocation d'actifs

L'allocation d'actifs stratégique reflète la politique d'investissement à moyen et long terme. Cette allocation stratégique définie traditionnellement trois composants principaux dans la tâche d'optimisation¹⁸ :

1. La tolérance au risque et le degré de perte tolérable ;
2. Les classes d'actifs éligibles ;
3. Les contraintes d'investissement.

Tout investissement a pour objectif la recherche de rendement. Toutefois, les niveaux de ceux-là diffèrent en fonction de l'aversion au risque et autres contraintes, tel que l'horizon temps. L'aversion au risque est le comportement de l'investisseur face à l'incertitude qui caractérise le rendement des actifs. Etant donné que les actifs financiers (actions, obligations, etc.) ont des caractéristiques fondamentalement différentes en terme de risque et de rendement, ce qui convient alors à certains ne l'est pas spécialement pour d'autres, cela en fonction du profil de risque de l'investisseur qui est mesuré par le niveau de tolérance à ce dernier.

L'aversion au risque est défini comme, le point à partir duquel l'investisseur n'est plus disposé à risquer son capital, pour obtenir une certaine rentabilité. Les niveaux de rendements espérés, dépendent du niveau de ce dernier d'une manière opposée. Plus l'investisseur est averse au risque, moins il espère de rendements.

¹⁸ Petrov. B, Mantchev. T (January 2009), International foreign exchange reserves, Bulgarian National Bank, p 59.

Chapitre V : Analyse des stratégies d'allocation d'actifs des fonds souverains à travers les cas de la Chine, Qatar et Abu Dhabi

Concernant l'horizon d'investissement, il est considéré comme une contrainte qui influence la stratégie d'investissement suivie par n'importe quel investisseur, dans son choix des différents actifs à inclure dans le portefeuille. Avoir un horizon d'investissement long, permet d'inclure dans le portefeuille des actifs moins liquides, contrairement à d'autres, contraints d'investir dans des actifs plus liquides offrant peu de rendements.

Une fois le niveau de rendement, la tolérance au risque et l'horizon temps fixés, vient alors le choix des classes d'actifs éligibles. Les classes d'actifs ont des caractéristiques fondamentales différentes. Certaines plus risquées et moins liquides que d'autres, adaptées aux horizons plus au moins long et à un certain niveau de tolérance au risque. Tandis que d'autres, ont des caractéristiques inverses, plus liquides mais offrant des rendements faibles adaptés aux investisseurs conservateurs.

Enfin, après avoir défini ces éléments. Il faudrait présenter une allocation d'actifs stratégique pouvant rapporter à l'investisseur un maximum de rendement, durant un horizon d'investissement en accord avec sa tolérance au risque, ainsi que les contraintes d'investissement (les limitations d'investissement)

L'objectif de notre travail est d'analyser la stratégie d'investissement des fonds souverains, à travers leurs allocations d'actifs en tenant compte de toutes les informations citées ci-dessus. Premièrement, à travers les travaux présentés dans la revue littéraire. Ces derniers nous ont inspiré dans notre démarche méthodologique. Rappelons que les travaux présentés dans la revue littéraire, ont conclu que le comportement d'investissement des fonds souverains ne diffère en rien de celui des autres investisseurs institutionnels. Dans notre cas, nous allons explorer cette question c'est-à-dire les stratégies d'investissements de ces fonds, en analysant d'abord la composition des portefeuilles en matière des différentes classes d'actifs, puis nous reprendrons l'idée des composantes du portefeuille selon les objectifs visés, afin d'essayer d'expliquer la manière avec laquelle les fonds souverains, incluent les objectifs qui leurs sont fixés par leurs gouvernement dans leurs stratégies d'investissement. Les auteurs des études ont proposé deux composantes ; stabilisatrice et spéculative ou bien spéculative et stratégique. Pour nous, nous pensons que certains pays visent les trois au même temps, alors, nous allons analyser les portefeuilles en tenant compte de cela, c'est-à-dire partager le portefeuille en trois composantes (stabilisatrice, spéculative et stratégique).

Deuxièmement, pour mettre en place leur stratégie d'allocation d'actifs, les fonds souverains doivent au préalable, définir leur objectif de rendement afin de pouvoir se situer en termes d'horizon d'investissement, d'objectif de rendement et de niveau de tolérance au risque, pour par la suite faire le choix des actifs. Dans le premier chapitre, nous avons passé en revue les différents objectifs assignés aux fonds souverains, ce qui constitue le point de départ de leur démarche d'investissement. Un fonds souverain peut avoir un seul ou plusieurs objectifs qui peuvent être résumés dans les points suivants :

- La protection de l'économie du pays d'origine contre la volatilité des prix des matières premières, des turbulences et récessions pour les pays exportateurs de biens hors matières premières ;
- Le transfert d'une partie de la richesse aux générations futures ;

Chapitre V : Analyse des stratégies d'allocation d'actifs des fonds souverains à travers les cas de la Chine, Qatar et Abu Dhabi

- L'utilisation de la richesse pour produire de la croissance à travers des investissements stratégiques.

Sur la base de ces objectifs, le portefeuille d'investissement des fonds souverains devrait alors contenir :

- Des classes d'actifs qui satisferont les objectifs de rendement et les niveaux de tolérance au risque fixés ;
- Des classes d'actifs et secteurs d'activité les moins corrélés à la source de financement du fonds souverain ;
- Les secteurs d'activité jugés important pour le développement de l'économie du pays d'origine.

Tous les éléments discutés ci-dessus, nous ont permis de sortir avec un portefeuille global composé de trois sous- portefeuilles à différentes stratégies. Le premier aura pour objectif de soutenir l'économie en cas de difficultés (un portefeuille de couverture), le second visera la réalisation des rendements pour les transférer aux générations futures, ou faire face aux dépenses des retraites comme c'est le cas pour la Norvège (portefeuille de spéculation), et le dernier aura pour objectifs des investissements stratégiques conformes au plans de développement du pays (portefeuille stratégique) que nous expliquons puis résumant dans le tableau n°18 :

Un portefeuille de couverture : Son objectif est de stabiliser le budget de l'Etat en cas de difficultés. La couverture se fera contre une évolution négative de la source de financement du fonds, la chute des prix des matières premières ou la récession pour les fonds financés par les excédents commerciaux. L'argent du portefeuille peut faire l'objet de retraits par l'Etat à tout moment, ce qui nous donne au portefeuille les caractéristiques suivantes :

- Un horizon d'investissement court car l'Etat peut faire appel à ces capitaux à tout moment ;
- Une faible tolérance au risque ;
- Un rendement espéré assez bas.

Les actifs éligibles sont : les titres à revenus fixes de bonne qualité et les liquidités. Aucune exposition à la source de financement du fonds par exemple, les actifs pétroliers pour les fonds souverains financés par les hydrocarbures.

Un portefeuille de spéculation : son objectif est de transférer de la richesse pour les générations futures. Pour ce faire, il faudrait faire fructifier l'argent et les protéger des effets corrosifs de l'inflation, ce qui amène à penser au risque. Il existe un adage en finance qui dit : « No free lunch in finance », ce qui veut dire qu'on ne peut espérer un rendement sans prendre un certain niveau de risque. Plus le risque est élevé, plus le rendement espéré l'est aussi. Les caractéristiques de ce portefeuille sont :

- Un horizon d'investissement long ;
- Une tolérance au risque assez élevée ;

Chapitre V : Analyse des stratégies d'allocation d'actifs des fonds souverains à travers les cas de la Chine, Qatar et Abu Dhabi

- Un rendement espéré élevé ;

Les actifs éligibles sont les actions et les investissements alternatifs (matières premières, immobilier, private equity et hedge funds.)

Un portefeuille stratégique : orienté vers des investissements et des partenariats stratégiques, dans le but d'aider au développement socioéconomique des pays d'origine de ces fonds souverains. Néanmoins, il faudrait rappeler que la recherche du rendement est le moteur de tout investissement. Ce portefeuille ne déroge pas à la règle, mais le caractère stratégique prime dans le choix des secteurs et des partenariats. Ce type de portefeuille aura les caractéristiques suivantes :

- Un horizon d'investissement long ;
- Une tolérance au risque assez élevée. ;
- Le rendement n'est pas le seul objectif, mais aussi le développement de certains secteurs économiques et le transfert technologique ;

Les actifs éligibles sont les actions et matières premières ainsi que des partenariats à travers des joints -venture.

Tableau n°18 : Les caractéristiques du portefeuille global

Caractéristiques	Objectifs	Niveau de tolérance au risque	Horizon temporel	Rendement espéré	Actifs éligibles
Portefeuille globale					
Portefeuille de couverture	Protéger l'économie du pays en cas de difficultés	Faible	court	faible	Liquidités et titres à revenus fixes de bonne qualité
Portefeuille de spéculation	Transférer de la richesse aux générations futures	élevé	long	élevé	Actions et investissements alternatifs
Portefeuille stratégique	Aider dans le développement socioéconomique du pays	élevé	long	En deuxième position après le développement socioéconomique	Actions (essentiellement des partenariats)

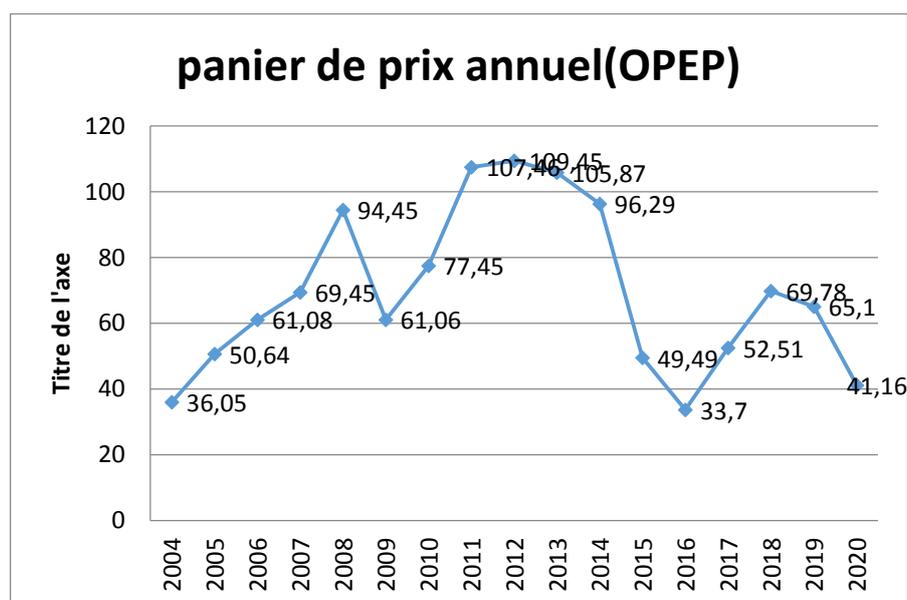
Source : Réalisé par nous même

1.3.2. Présentation de l'échantillon

Afin d'analyser les trois portefeuilles composant le portefeuille global des fonds souverains, nous avons constitué un échantillon de quatre portefeuilles de fonds souverains (QIA, CIC, ADIA, Mubadala). L'échantillon est composé des investissements de ces fonds dans différents secteurs (409 investissements).

Notre choix s'est porté sur ces fonds pour deux raisons : premièrement, ce sont des fonds très actifs en matière d'investissement, leurs portefeuilles sont très diversifiés en classe d'actifs et en zones géographiques. Deuxièmement, ils sont créés par des pays connaissant des défis socioéconomiques importants. Le Qatar et Abu Dhabi sont des Etats du golfe persique, riches en hydrocarbures, mais leurs économies sont très dépendantes de l'exportation de cette ressource, dont les prix sont très volatiles (voir figure n°19). Ces pays après avoir connu une embellie financière sans précédent, grâce à la hausse des prix du pétrole qui ont atteint un sommet de 147 dollars en juillet 2008, les prix ont commencé à chuter à partir de juin 2014, pour descendre sous la barre des 29 dollars en janvier 2016, ce qui a mis la pression sur leurs budgets qui ont enregistré des déficits.

Figure n°19 : Evolution des prix du pétrole (2004-2020) en Dollars USD



Source : réalisé à partir des données de www.opec.org

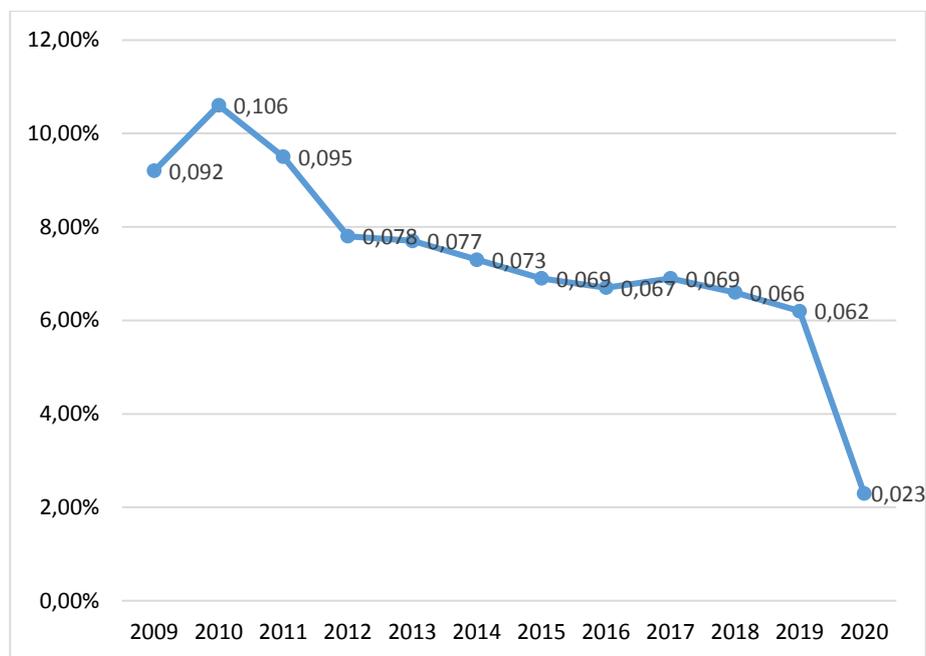
Quant à la Chine, sa vulnérabilité peut être expliquée à deux niveaux : d'un côté, une vulnérabilité aux récessions mondiales. L'économie chinoise est essentiellement orientée vers l'exportation. Une récession dans le monde veut dire baisse des importations des pays touchés, ce qui réduit les exportations chinoises. Ce cas s'est produit ces dernières années, où les taux de croissance chinoises ont amorcé des baisses à partir de 2008 (9.5%) pour s'établir à (6.2%) en 2019, après avoir atteints des taux à deux chiffres en 2006 (12.7%), et en 2007 (14.2%). La baisse ne s'est pas arrêtée en 2020, les conséquences de la crise sanitaire mondiale qui a fait chuter la croissance mondiale n'a pas épargné la Chine, qui a vu son taux de croissance descendre à 2.3% (Voir figure n°20). De l'autre côté, la Chine est très dépendante des

Chapitre V : Analyse des stratégies d'allocation d'actifs des fonds souverains à travers les cas de la Chine, Qatar et Abu Dhabi

importations de matières premières, qui sont comme nous l'avons déjà souligné très volatiles sur les marchés internationaux.

Pour faire face à toutes ces vulnérabilités, ces pays ont décidé d'utiliser leurs fonds souverains comme moyen d'atténuer l'impact de ces dernières sur leurs économies, en incluant des objectifs stratégiques dans les stratégies d'allocation d'actifs de ces fonds.

Figure n°20 : Fluctuations du taux de croissance de l'économie chinoise



Source : réalisé par nous même à partir des données de www.beta.data.worldbank.org

1.3.3. Présentation des fonds

Dans l'échantillon, la Chine et le Qatar sont représentés chacun par un fonds (CIC et QIA) car ces fonds incluent les différents objectifs dans leurs stratégies. Quant au cas de l'Emirat d'Abu Dhabi, les objectifs sont partagés entre deux fonds (ADIA, Mubadala), que nous avons jugé utile de présenter pour avoir une vision plus claire sur ces derniers.

1.3.3.1. China Investment Corporation (CIC)

Le CIC est un véhicule d'investissement appartenant à l'Etat chinois et régit par le droit des sociétés chinois. Il a été créé en septembre 2007, avec un capital de 200 milliards USD. Aujourd'hui, on estime ses actifs sous gestion à 1054.7 milliards USD¹⁹.

Le CIC a trois filiales : *CIC International Co Ltd (CIC International)* créée en 2011, *CIC Capital Corporation (CIC Capital)* créée en 2015 et *Central Huijin Investment Ltd (Central Huijin)* créée en 2003 et reprise par le CIC à la *SAFE (State Administration of Foreign Exchange)*

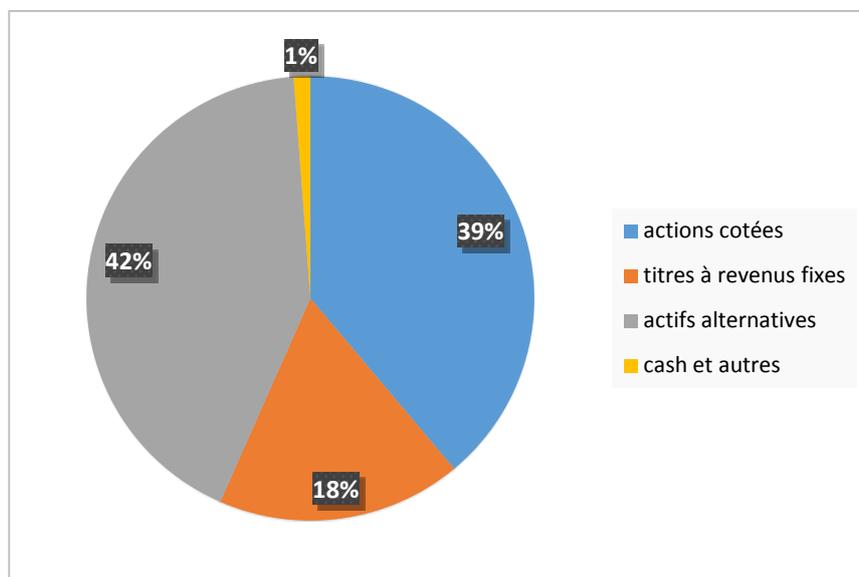
CIC International est orienté vers l'investissement à l'étranger dans toutes les classes d'actifs (actions cotés, obligations, hedge funds, immobilier, private equity), alors que le *CIC capital* est mandaté de réaliser des investissements directs et gérer des fonds d'investissement

¹⁹www.swfinstitute.org, consulté le 17/01/20121.

Chapitre V : Analyse des stratégies d'allocation d'actifs des fonds souverains à travers les cas de la Chine, Qatar et Abu Dhabi

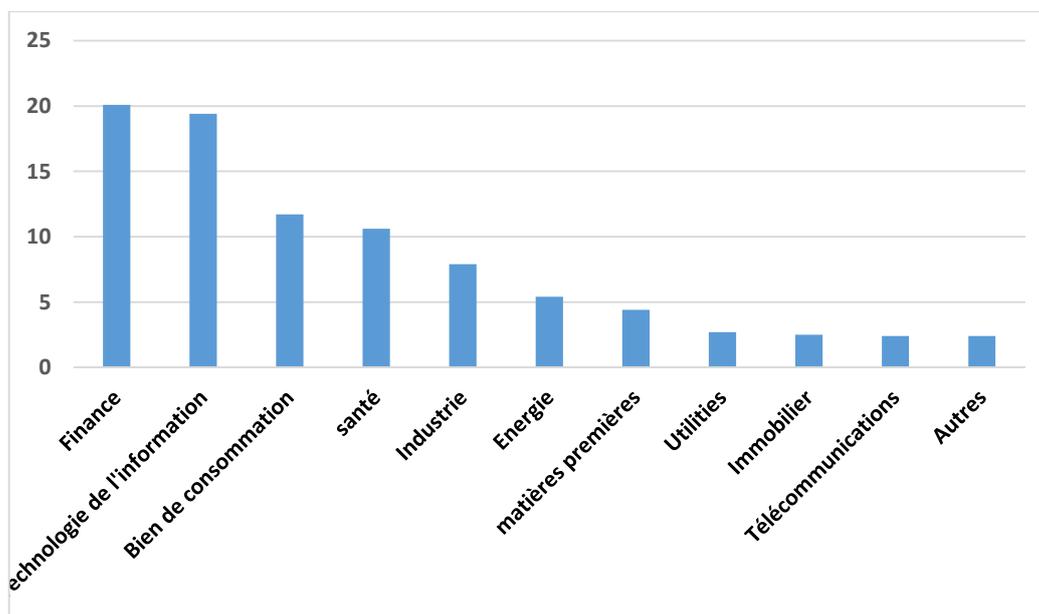
bilatéraux et multilatéraux. Pour *Central Huijin*, son rôle est d'investir dans des sociétés financière domestiques.

Figure n°21 : Composition du portefeuille global du CIC le 31/12/2019



Source: China Investment Corporation, 2019 Annual report, www.china-inv.cn,

Figure n°22 : Composition du portefeuille du CIC par secteurs d'activité



Source: China Investment Corporation, 2019 Annual report, P. 41: Site: www.china-inv.cn

1.3.3.2. Qatar Investment Authority

L'Etat du Qatar a fondé QIA en 2005 avec comme objectif de soutenir l'économie du Qatar, en diversifiant les sources de revenus pour le pays. QIA gère un portefeuille de 295.2 milliards USD²⁰ investi à travers plusieurs filiales tels que *Qatar holding LLC*, *Qatar Diar* (immobilier) et *Hassad Food* (agriculture).

²⁰ www.swfinstitute.org, consulté le 17/01/2021

1.3.3.3. Abu Dhabi Investment Authority

Le fonds ADIA a été créé en 1976 par le gouvernement de l'Emirat d'Abu Dhabi, sous forme d'une institution d'investissement indépendante. Le montant de ses actifs sous gestion est de 579.62 milliards USD²¹, géré à hauteur de 65% par des managers externes. Le portefeuille de ce fonds est très diversifié, investi dans différentes classes d'actifs (voir tableau n°19).

Tableau n°19 : Composition du portefeuille global d'ADIA

Actifs	min	max
Actions des marchés développés	32%	42%
Actions des marchés émergents	10%	20%
Petites capitalisations	1%	5%
Obligations d'Etats	10%	20%
Obligations d'entreprises de bonne qualité	5%	10%
Hedge funds	5%	10%
Immobilier	5%	10%
Private equity	2%	8%
infrastructure	1%	5%
Cash	0%	10%

Source: Abu Dhabi Investment Authority, 2018 Review, www.adia.ae

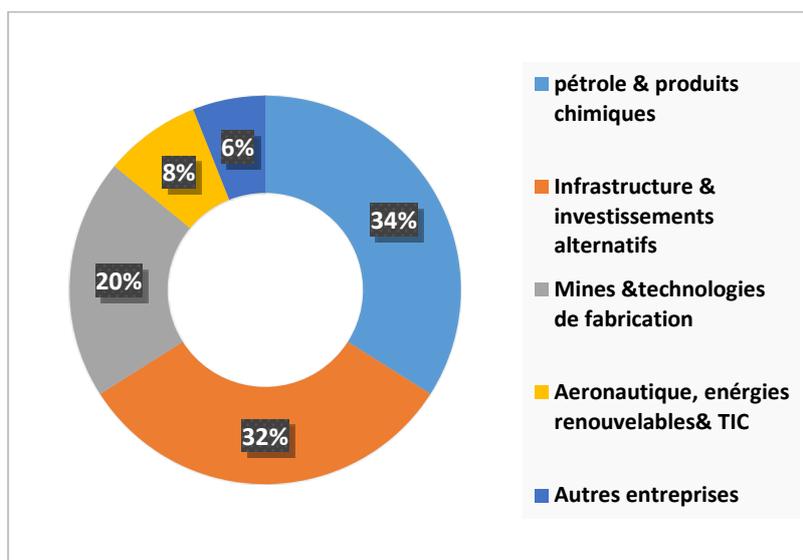
1.3.3.4. Mubadala Development Company

En Janvier 2017, deux fonds d'Abu Dhabi ont fusionné, *Mubadala Development Company* et *International Petroleum Investment Company* pour créer *Mubadala Investment Company*, une force d'investissement pour l'émirat. *Mubadala Development Company* a été créé par Abu Dhabi en 2002 sous forme d'une société d'investissement, dont l'objectif est de soutenir la croissance et le développement socioéconomique du pays, en investissant essentiellement dans des actions (le fonds réalise beaucoup de partenariats sous forme de joint-venture). Quant au deuxième fonds *International Petroleum Investment Company (IPIC)*, il a été créé en 1984 pour investir dans le secteur énergétique et activités connexes. Le total des actifs du fonds est de 235 milliards de dollars²², investis dans plus de trente pays à travers le monde, dans différents secteurs d'activité (voir figure n°23)

²¹ www.swfinstitute.org, consulté le 17/01/2021

²² www.mubadala.com, 15/03/2020

Figure n°23 : Les actifs de Mubadala Investment Company



Source : www.mubadala.com

1.3.4. Méthode d'analyse

Dans notre quête d'informations pour constituer notre échantillon, nous nous sommes heurtés à un problème de manque d'informations sur les investissements de ces fonds. Sur les sites officiels de ces fonds, peu d'information sont disponibles. Néanmoins, nous avons remarqué la présence d'informations sur ces investissements dans d'autres sources, que nous avons alors exploité tels que la presse spécialisée (*Reuter, Bloomberg*), les journaux (*Wall Street Journal, Financial Times*) et des sites spécialisés (*swfinstitute, preqin, dealstreetasia, etc*).

Les informations concernant les investissements de ces fonds dans les produits de taux (liquidités, Obligations d'Etat et d'entreprises de bonne qualité) ont été difficiles à trouver, à l'exception de quelques obligations d'entreprises convertibles en actions. C'est pour cela que nous allons reprendre uniquement les informations citées dans le site spécialisé Preqin²³, qui précise que ces fonds investissent dans les obligations d'Etats, les obligations indexées à l'inflation et obligations d'entreprises de bonne qualité et quelques chiffres disponibles sur les sites officiels du CIC et de ADIA.

D'après son site officiel, le portefeuille du CIC investis dans les produits à revenus fixes est distribué comme suit : les liquidités 1.2%, le portefeuille obligataire 17.7% distribué à hauteur de 55.9% en obligations souveraines des économies développées, 10.6% en obligations souveraines des économies émergentes et 23.1% d'obligations d'entreprises de bonne qualité (*Investment grade*) et 10.4% dans d'autres produits structurés²⁴.

²³ www.preqin.com, « The 2011 preqin Sovereign Wealth Fund Review », 2012, p6

²⁴ www.china.inv.cn, « Annual Report 2019 », page34.

Chapitre V : Analyse des stratégies d'allocation d'actifs des fonds souverains à travers les cas de la Chine, Qatar et Abu Dhabi

Dans le site officiel d'ADIA, des proportions investis dans ces classes d'actifs sous forme d'une fourchette (un minimum et un maximum) sont données. Le cash va de 0% à 10%, les obligations d'Etats 10% à 20% et les obligations d'entreprises de bonnes qualités 5% à 10%²⁵. Quant au Qatar, malheureusement l'information manque et Mubadala n'investit pas dans cette classe d'actifs.

Les titres à revenus fixes dont la rémunération est le taux d'intérêt sont considérés comme classe d'actifs prudente et moins risquée par rapport aux autres. Ils sont inclus dans les portefeuilles des fonds souverains, pour un motif de sécurité du capital, non pour la rémunération qui en principe est inférieure à celle des autres classes d'actifs. De ce fait, nous allons les classer dans le portefeuille de couverture dont l'objectif n'est pas la recherche de rendements élevés, mais plutôt la sécurité et la disponibilité des liquidités.

Il faudrait rappeler dans ce cas que le portefeuille de couverture pèse beaucoup dans le portefeuille des fonds souverains, car leur premier objectif est de protéger l'économie de la volatilité des prix des matières premières pour les fonds pétroliers et des éventuelles récessions pour les pays comme la Chine, dont l'économie est basée sur les exportations de biens hors matières premières.

Il nous reste maintenant à analyser les deux autres portefeuilles (de spéculation et stratégique). Pour ces deux portefeuilles, l'accent est mis sur les actifs suivants (actions, matières premières, fonds alternatifs et infrastructure) que nous avons classés en deux catégories de portefeuilles : actifs appartenant au portefeuille de développement (investissements à objectif stratégique) et d'autres appartenant au portefeuille de spéculation dont l'objectif est purement financier. Les actifs classés comme stratégiques sont les investissements suivants :

- Les matières premières (pétrole et gaz, mines et agriculture) ;
- Les infrastructures dans les secteurs de la santé et de l'enseignement ;
- Les énergies renouvelables ;
- Les entreprises nationales pour chaque fonds ;
- Le secteur aéronautique pour Mubadala dont l'objectif est de le développer le secteur aux Emirats.

Ce classement est fait sur la base de plusieurs critères, correspondant aux caractéristiques de ces pays. La Chine a une économie assez forte, mais accuse un énorme manque en matières premières, tandis que le Qatar et Abu Dhabi sont riches et fortement dépendants des hydrocarbures mais très dépendant de cette dernière. L'investissement dans les matières premières pour la Chine vise à réduire sa dépendance vis-à-vis des importations, tandis que les autres fonds, visent à sauvegarder les réserves nationales pour les générations futures. Quant aux investissements dans l'agriculture, ils ont pour but de réduire la dépendance alimentaire de ces pays.

D'autres secteurs sont aussi privilégiés par ces fonds, car ils constituent d'importants défis pour ces pays à savoir : les énergies renouvelables, l'enseignement et la santé. Enfin, l'investissement

²⁵ www.adia.ae, « 2018 Review ».

Chapitre V : Analyse des stratégies d'allocation d'actifs des fonds souverains à travers les cas de la Chine, Qatar et Abu Dhabi

dans les entreprises publiques, en apportant un soutien financier et une aide au développement en transférant du savoir-faire, à travers a négociation de partenariats avec des entreprises étrangères et en aidant ces mêmes entreprises dans leur processus d'internationalisation.

L'immobilier, la finance, d'autres secteurs et les fonds alternatifs seront classés dans la catégorie d'investissement ayant comme objectif la recherche du rendement purement financier.

Section 2 : Analyse des portefeuilles des fonds souverains des trois pays choisis

Pour rappel, l'objectif de cette étude est d'analyser la stratégie d'investissement des fonds souverains, à travers leur allocation d'actifs. Lorsque nous avons présenté l'échantillon dans la première section, nous avons souligné que vu leur risque inférieur à celui des autres classes d'actifs, le cash et les titres à revenus fixes sont classé dans le portefeuille de couverture, qui constitue une composante importante dans le portefeuille global des fonds souverains. Puis nous avons entrepris l'analyse d'un échantillon composé de 409 investissements sous forme d'actions, actifs alternatifs, immobilier et matières premières afin d'analyser les deux autres composantes du portefeuille global, à savoir les portefeuilles spéculatif et stratégique.

2.1. Les caractéristiques des portefeuilles des fonds

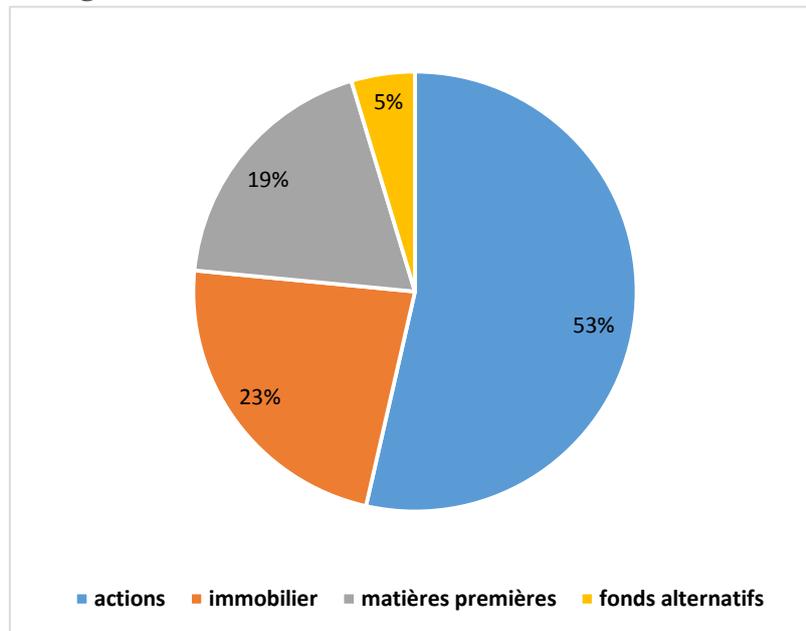
Pour comparer les portefeuilles des fonds souverains et ceux des autres investisseurs institutionnels, nous nous sommes basés sur les principes généraux de l'allocation d'actifs stratégique à laquelle nous avons consacré le chapitre 3. Dans ce chapitre, nous avons défini l'allocation d'actifs comme la répartition d'un portefeuille entre différentes classes d'actifs (actions, obligations, etc.), afin de réduire le risque grâce à la diversification et optimiser la performance de ce dernier.

A l'intérieur de la diversification par classe d'actifs, d'autres éléments sont pris en considération à savoir :

- L'investissement à l'intérieur et l'extérieur du pays ;
- L'investissement par secteur d'activité ;
- L'investissement par zone géographique.

Ces éléments sont pris en considération au sein du portefeuille des fonds souverains de notre échantillon que nous les présenterons dans les différents graphes ci-dessous.

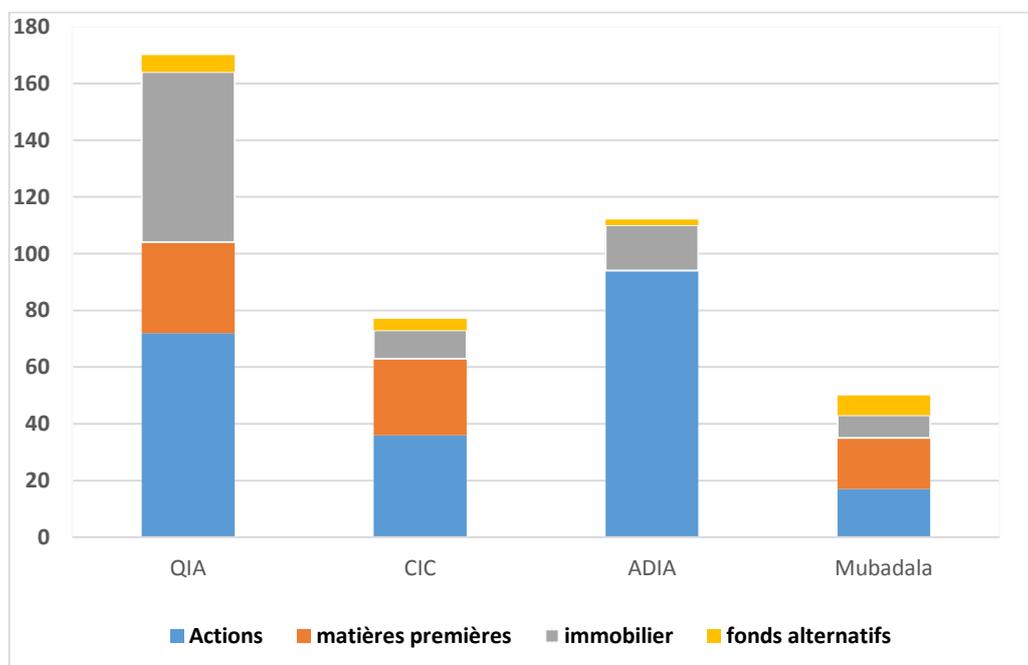
Figure n°24 : allocation en différentes classes d'actifs



Source : Réalisé par nous-mêmes

Cette figure présente une vue sur l'ensemble des portefeuilles et le deuxième, une vue plus détaillée. Les résultats montrent que les portefeuilles des fonds souverains sont assez diversifiés en matière de classes d'actifs, avec une prédominance des actions. Cela s'explique par l'acquisition d'actions d'entreprises et les partenariats réalisés par ces fonds sous forme de joint-venture dans le but de développer certains secteurs de leurs économies nationales.

Figure n°25 : Le poids des classes actifs dans le portefeuille des fonds

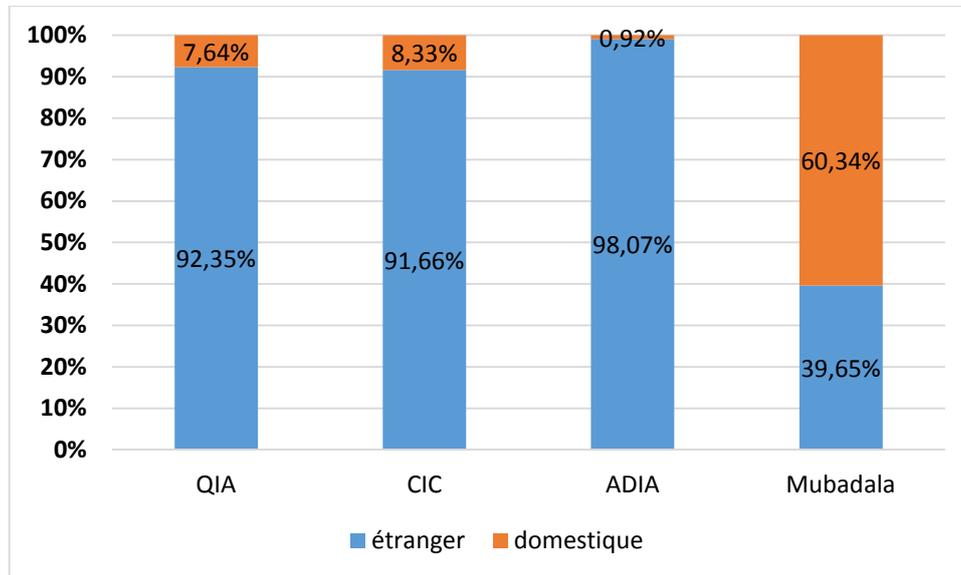


Source : Réalisé par nous-mêmes

Chapitre V : Analyse des stratégies d'allocation d'actifs des fonds souverains à travers les cas de la Chine, Qatar et Abu Dhabi

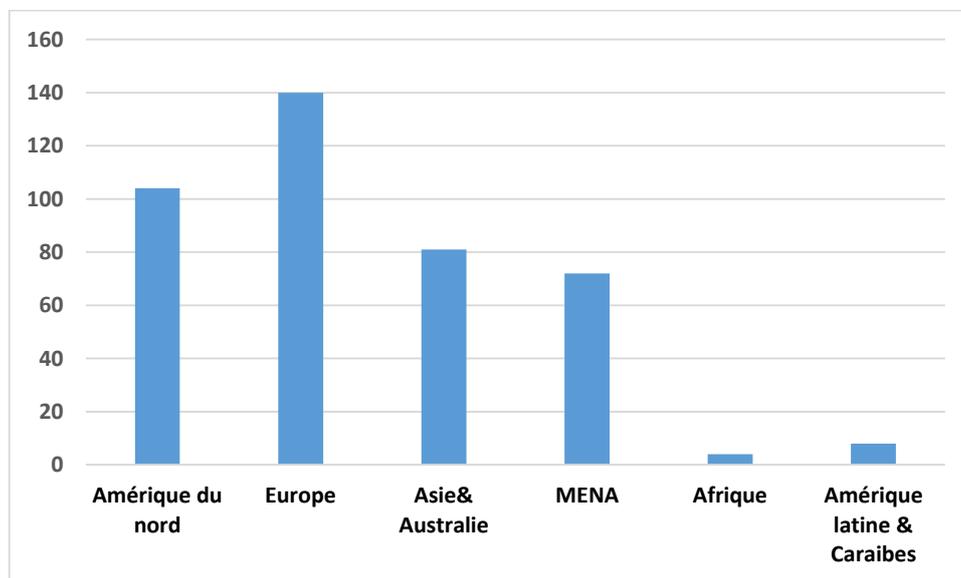
Ce deuxième graphe qui expose la composition d'actifs pour chaque portefeuille, montrent aussi que ces fonds souverains prennent un certain niveau de risque, surtout en investissant dans les actifs alternatifs à savoir : l'immobilier, les matières premières et les fonds alternatifs. Cette prise de risque correspond à un objectif de recherche de rendements plus important que ceux procurés par les titres à revenus fixes.

Figure n°26 : Investissements domestiques vs étrangers



Source : réalisé par nous-mêmes

Figure n°27 : Allocation d'actifs par région géographique



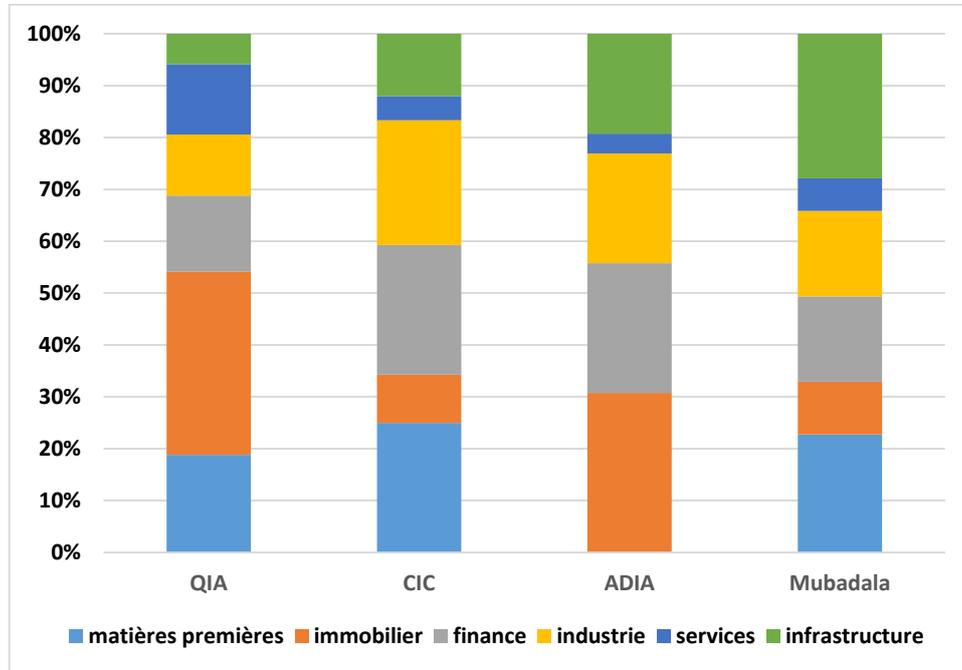
Source : réalisé par nous-mêmes

La figure n° 27 montre que le gros des investissements de ces fonds sont faits à l'étranger, essentiellement dans les pays d'Europe et d'Amérique du Nord, suivis par les pays émergents d'Asie et d'Australie. Quant à la région MENA, le niveau des investissements correspond plus à ceux réalisé par les fonds de l'échantillon dans leur pays, soit en achetant des entreprises, ou bien en créant des joint-ventures avec des sociétés étrangères.

Chapitre V : Analyse des stratégies d'allocation d'actifs des fonds souverains à travers les cas de la Chine, Qatar et Abu Dhabi

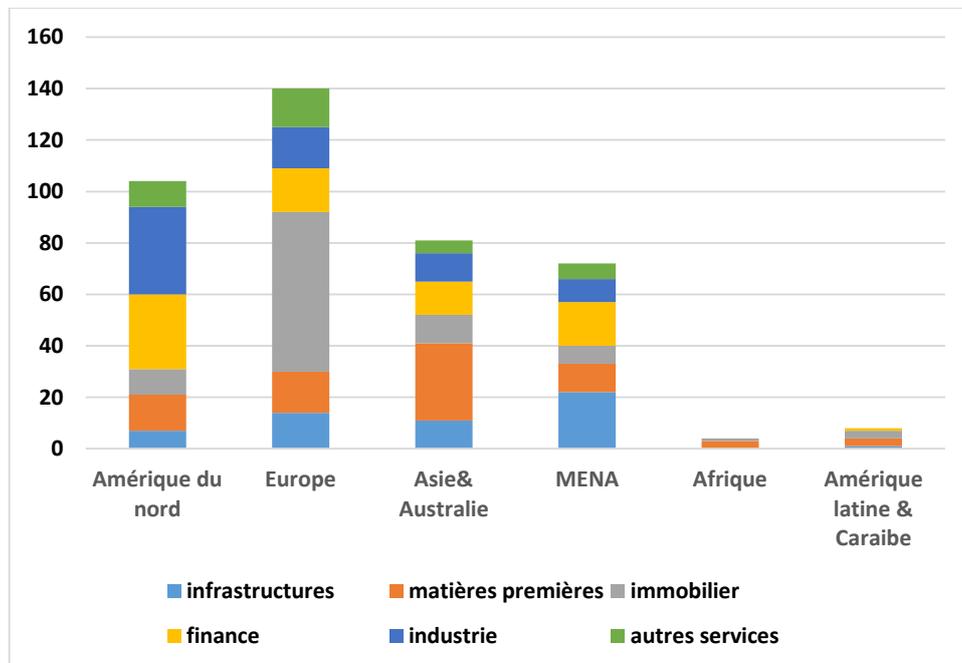
Les investissements de ces fonds touchent différents secteurs d'activité à travers le monde, avec la prédominance de certains biens sûrs, à savoir : la finance, l'immobilier et les matières premières et certaines zones géographiques telles que les pays occidentaux et les pays émergent d'Asie du Sud Est comme le montre les figures N° 28 et 29.

Figure n°28 : Allocation d'actifs par secteur d'activité



Source : réalisé par nous-mêmes

Figure n°29 : Allocation d'actif par secteur et zone géographique



Source : réalisé par nous-mêmes

Chapitre V : Analyse des stratégies d'allocation d'actifs des fonds souverains à travers les cas de la Chine, Qatar et Abu Dhabi

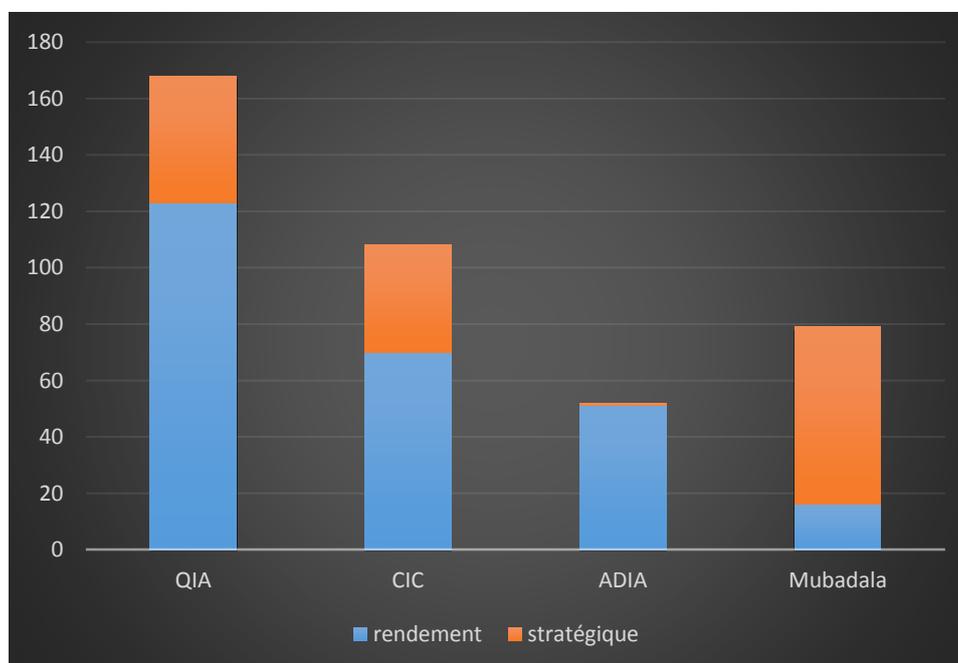
L'immobilier européen attire beaucoup les fonds souverains, essentiellement en France et en Grande Bretagne. Aujourd'hui, des hôtels et autres immeubles français et anglais sont la propriété de ces fonds.

Les matières premières viennent en deuxième position. Le fonds qatari a beaucoup investi dans l'agriculture en Australie. Le CIC et Mubadala ont investi plus dans le pétrole, le gaz et autres métaux en Asie, Amérique latine et Canada.

La finance est le troisième secteur le plus important dans les portefeuilles de ces fonds et les USA en sont la première destination surtout durant la crise des subprimes, où de gros investissements ont été effectués par ces fonds dans les grandes banques occidentales. Le secteur industriel américain attire aussi beaucoup de ces investissements, essentiellement chinois. Enfin, nous avons remarqué un grand intérêt porté par le fonds émirati ADIA à l'industrie pharmaceutique en Inde.

Après avoir présenté la composition des fonds souverains de l'échantillon et leur diversification en matière de classe d'actifs, de secteur d'activité et de région géographique. Nous allons maintenant explorer la manière dont ces fonds incluent les objectifs économiques fixés par les gouvernements de leurs pays d'origine, au côté de la réalisation des rendements ajustés au risque. Pour cela, nous avons comparé le poids des deux objectifs, rendement et stratégique au sein des portefeuilles de ces fonds. Le résultat de cette comparaison présenté dans le graphe n°30 montre une prédominance de l'objectif « rendement » dans tous les portefeuilles.

Figure n°30 : objectifs rendement vs stratégique au sein des portefeuilles des fonds souverains



Source : réalisé par nous-mêmes

Pour le CIC et QIA qui combinent les deux objectifs dans le même portefeuille, le résultat est clair. Plus de 70% des investissements sont fait dans le but de réaliser des rendements élevés, tandis que les 30% restant relèguent le rendement à la deuxième position après l'objectif stratégique. Quant à Abu Dhabi, les deux objectifs ont été séparés, en confiant l'objectif

Chapitre V : Analyse des stratégies d'allocation d'actifs des fonds souverains à travers les cas de la Chine, Qatar et Abu Dhabi

stratégique à Mubadala et l'objectif rendement à ADIA. Toutefois, si nous comparant le montant des capitaux gérés par les deux fonds, les actifs d'ADIA sont de loin plus importants que ceux gérés par Mubadala, ce qui nous amène à conclure que le rendement élevés est l'objectif principal.

Pour conclure cette étude, l'analyse des portefeuilles d'actifs des fonds chinois, qatari et émiratis nous a menés vers deux points essentiels : premièrement, les stratégies d'investissement de ces fonds ne diffèrent en rien de celles des autres investisseurs institutionnels. Leurs portefeuilles sont très diversifiés en termes de classes d'actifs, de secteur d'activité et de zone géographique, ce qui correspond aux principes de l'allocation d'actifs stratégique, suivie par tous les gestionnaires d'actifs. Deuxièmement, en poussant l'étude des portefeuilles plus loin, nous avons remarqué que c'est au niveau de l'allocation sectorielle que l'objectif stratégique est présent, cela se traduit par des investissements massifs dans certains secteurs importants pour les économies de leurs pays, tels que l'agriculture pour le Qatar, le Pétrole et autres métaux pour la Chine et l'industrie aéronautique et les énergies renouvelables pour Abu Dhabi

2.2. Quelques résultats des stratégies d'investissement des fonds souverains de l'échantillon

Après avoir analysé la stratégie des quatre fonds souverains, nous terminerons ce chapitre avec quelques résultats réalisés par ces fonds au cours de ces dernières années, en matière de rendement et de partenariats stratégiques.

2.2.1. Les résultats du CIC

Le CIC publie dans sa revue annuelle des informations sur la distribution de son portefeuille en actifs, en secteurs d'activités et encore la performance de sa stratégie qui est pour certaines années positive et négatives pour d'autres (voir tableau n°20)

Tableau n°20 : performance du portefeuille globale du CIC

Année	Rendement annuel	Année	Rendement annuel
2008	-2.1%	2014	5.47%
2009	11.7%	2015	-2.96%
2010	11.7%	2016	6.22%
2011	-4.3%	2017	17.59%
2012	10.6%	2018	5.18%
2013	9.33%	2019	17.41

Source: 2018, 2019 annual reviews www.china-inv.cn.

Les investissements à objectif stratégique du CIC sont premièrement orientés vers les matières premières, l'énergie et les mines, car l'industrie chinoise en demande et le pays accuse un manque. Deuxièmement, vers l'accompagnement des entreprises chinoises dans leur quête d'internationalisation, à travers sa filiale *Central Huijin* qui détient des parts dans les grandes institutions financières chinoises qui financent ces entreprises et à travers aussi un fonds de

Chapitre V : Analyse des stratégies d'allocation d'actifs des fonds souverains à travers les cas de la Chine, Qatar et Abu Dhabi

cinq milliards de dollars « CIC Huitong Capital Limited », dédié à aider financièrement les entreprises chinoises qui investissent à l'étranger dans le domaine agricole et des infrastructures.

2.2.2. Les résultats d'ADIA

Pour rappel, ADIA est un des fonds souverains d'Abu Dhabi, orienté vers la recherche de rendements purement financiers et bien sûr, servir de couverture contre les chocs extérieurs, à savoir les fluctuations des prix des hydrocarbures. La performance du portefeuille d'après le site officiel du fonds, est présentée dans le tableau ci-dessous sachant que la proportion du portefeuille géré par les managers externe a baissé de 10% entre 2013 et 2014, et cela grâce à l'expérience qu'acquière les gestionnaires du fonds.

Tableau n°21 : Performance du portefeuille globale d'ADIA

Année	taux de rendement annuel moyen 20 ans	Taux de rendement annuel moyen 30 ans
2017	6.5%	7%
2018	5.4%	6.5%

Source: 2018 Review, www.adia.ae.

2.2.3. Les résultats de Mubadala

Etant un fonds stratégique, chargé de soutenir le développement socio-économique du pays, les résultats de Mubadala sont évalués sur deux plans, financiers et socioéconomiques. D'après la revue annuelle du fonds, le rendement réalisé en 2018 était de 3.4 milliards USD et en 2019 14.4 milliards USD. Quant à l'impact socioéconomique des investissements du fonds, le rapport cite 25000 places universitaires créées aux Emirats Arabes Unis, 1.5 GW d'énergie propres à l'échelle mondiale et 18000 emplois créés.

Mubadala mène ses projets en se liant avec des partenaires étrangers, leader dans différents domaines, ce qui lui permet de développer des secteurs comme l'aéronautique, les énergies renouvelables, etc. Aujourd'hui, une industrie aéronautique existe à Abu Dhabi. Plusieurs entreprises du domaine appartiennent à ce fonds, à l'image de Strata, entreprise issue d'un partenariat avec *EADS/Airbus*, *Boeing* et *Finmeccanica/AleniaAeronautica* produit l'unité « empennage » pour les avions. La société *TS&S Aerospace* qui à travers ses partenariats avec *General Electric*, *Rolls Royce*, *Siemens* et *IAE* fournit des services de maintenance et de réparation des moteurs d'avions pour de grandes marques telles que *Boeing* et *Airbus*.

Dans le domaine des énergies renouvelables, *Masdar* une entreprise créée en 2006 par Mubadala active dans ce domaine. Elle détient 60% de *Shams* avec *Total* (20%) et *Abengoa* (20%). *Shams1* est la plus grande centrale à énergie solaire concentrée au monde construite à Abu Dhabi. L'entreprise a réalisé aussi un partenariat pour la construction d'un parc éolien en Grande Bretagne nommé *London Array* (*Masdar* 20%, *Eon* (30%), Caisse des dépôts et placement du Québec (25%) et *Dong Energy* (25%).

2.2.4. Les résultats de QIA

D'un point de vue stratégique, QIA a développé plusieurs partenariats afin d'aider au développement économique du pays. Dans le domaine agricole, le fonds a créé en 2008 une filiale nommée *Hassad Food* avec un capital d'un milliard de dollars, pour sécuriser les offres d'alimentation pour le Qatar à travers des investissements agricoles, sachant que le Qatar est entièrement dépendant de l'importation de ces produits.

Hassad Food détient des fermes pour la production de viandes et produits agricoles en Australie et autres pays d'Asie. Ce fonds réalise des partenariats pour développer ce secteur dans le pays. En 2013, *Hassad Food* a créé une joint-venture avec *primaflor Group* (un producteur de légumes espagnole). Cette joint-venture nommée *Zulal Oasis* créée pour développer la production agricole dans les climats les plus difficiles, a réussi à mettre en place une technologie de serre appelée « *New Growing System* », qui est une technologie hydroponic qui a montré qu'elle est adaptée au climat du Qatar pour la production de produits agricoles, répondants aux standards européens. *Zulal* ne compte pas uniquement vendre cette technologie au Qatar mais aussi dans d'autres pays du GCC.

Dans le domaine de la construction, QIA a créé deux joint-ventures : une avec l'entreprise française *Vinci* et l'Allemand *Hochtief* où il détient respectivement 5.33% et 9.1%. La première nommée *Qatar Diar-Vinci Construction* (51/49) a comme projets l'investissement de 500 milliards de dollars au Moyen orient. Parmi ses investissements, il y a le port qui reliera la péninsule du Qatar à l'île du Bahreïn, le futur port de Doha et la construction d'une autoroute à Doha à 850 millions D'euros

La deuxième joint-venture « *Qatar Diar Real Estate Investment Company* », a été créée avec l'Allemand *Hochtief* afin de développer de nouvelles citées au Qatar jusqu'en 2020, avec engagement de formation du personnel local sur les nouvelles techniques de construction, sachant que des contrats ont été accordés à cette entreprise dans le cadre des préparations pour l'organisation de la coupe du monde 2022.

Enfin parlant des chemins de fer, *Qatar Railways Development Company* est une joint-venture créée par *Qatar Diar* et *Deutsche Bahn* pour développer le réseau de chemins de fer au Qatar.

Cette section nous a permis de comprendre le comportement d'investissement des fonds souverains à travers l'analyse des stratégies d'investissement d'un échantillon de quatre fonds souverains (CIC, QIA, Mubadala et ADIA). L'allocation d'actif de ces fonds montre qu'ils investissent de la même manière que les autres fonds d'investissement, car leurs stratégies respectent les principes généraux de l'allocation d'actifs, en matière de diversification en classes d'actifs, secteurs d'activités et zones géographiques. Toutefois, nous avons remarqué que dans le choix des secteurs d'activité, chaque fonds se concentre sur des secteurs particuliers, jugés importants pour l'économie de son pays.

Dans ce chapitre, après avoir parcouru et résumée la revue littéraire traitant du comportement d'investissement des fonds souverains, nous sommes sortis avec deux principales conclusions : certains auteurs parlent de similitudes entre les fonds souverains et les investisseurs institutionnels en matière de stratégies d'investissement qui a pour objectif la réalisation de rendement ajustés aux risques élevés, tandis que d'autres parlent d'investissements stratégiques

Chapitre V : Analyse des stratégies d'allocation d'actifs des fonds souverains à travers les cas de la Chine, Qatar et Abu Dhabi

ayant pour but principale d'aider au développement socioéconomique de leurs pays d'origine. A partir de là, nous avons conduit une étude sur la stratégie d'investissement de fonds souverains très actifs de trois pays : le Qatar, la Chine et l'émirat d'Abu Dhabi. Cette étude avait pour objectif de comprendre leur comportement d'investissement en le comparant premièrement avec les principes généralement suivi dans ce domaine par les autres investisseurs. Les résultats ont montré que les stratégies de ces fonds ne diffèrent en rien de celle des autres investisseurs institutionnels. Leurs portefeuilles sont diversifiés par classes d'actifs plus au moins risquées, par zone géographique (pays développés, émergent et en développement) et par secteurs d'activité. Deuxièmement, nous avons exploré la manière dont ces fonds incluent l'objectif stratégique au côté du rendement, nous avons alors remarqué que cela se passe dans leur choix des secteurs d'activité. En effet, certains secteurs sont choisis par ces fonds en fonction des besoins et de la stratégie développement économique des gouvernements de leurs pays d'origine.

Chapitre VI :

Possibilité de création d'un fonds souverain algérien : Simulation et orientations

Chapitre VI : Possibilité de création d'un fonds souverain algérien : simulation et orientations

L'Algérie, comme tous les pays exportateurs d'hydrocarbures a pu à un moment donné, accumuler des réserves importantes atteignant presque 200 milliards de dollars. Toutefois, cette accumulation s'est interrompue et le niveau des réserves a brutalement chuté, dès que les marchés pétroliers ont commencé leur tendance baissière à partir de l'été 2014. Plus de la moitié de ces réserves a été alors dépensée, montrant l'ampleur de la dépendance du pays aux exportations des hydrocarbures.

L'Algérie n'est pas le seul pays dont l'économie est dépendante des exportations des matières premières, d'autres le sont aussi. Toutefois, ces derniers ont transféré une partie de leurs réserves vers des fonds souverains, pour une gestion plus active, afin d'augmenter les rendements et réaliser des projets stratégiques pouvant aider à réduire cette dépendance. Cette gestion est en total rupture avec celle des banques centrales, réputée très prudente et passive.

L'objectif de ce chapitre est d'analyser l'apport d'un fonds souverain à l'Algérie, s'il avait été créé pour gérer une partie des réserves de change. Pour ce faire, nous allons commencer d'abord par présenter l'économie algérienne à travers certains indicateurs, tout en mettant l'accent sur sa dépendance aux exportations des hydrocarbures, puis passer à l'analyse de la gestion des réserves de change.

Section1 : Evolution et caractéristiques de l'économie algérienne

Dans cette section, nous allons présenter certains agrégats macroéconomiques de l'Algérie, qui nous permettront d'avoir une vue claire sur la situation de l'économie algérienne, ainsi que les défis auxquels elle est confrontée.

1.1. Présentation de l'économie algérienne

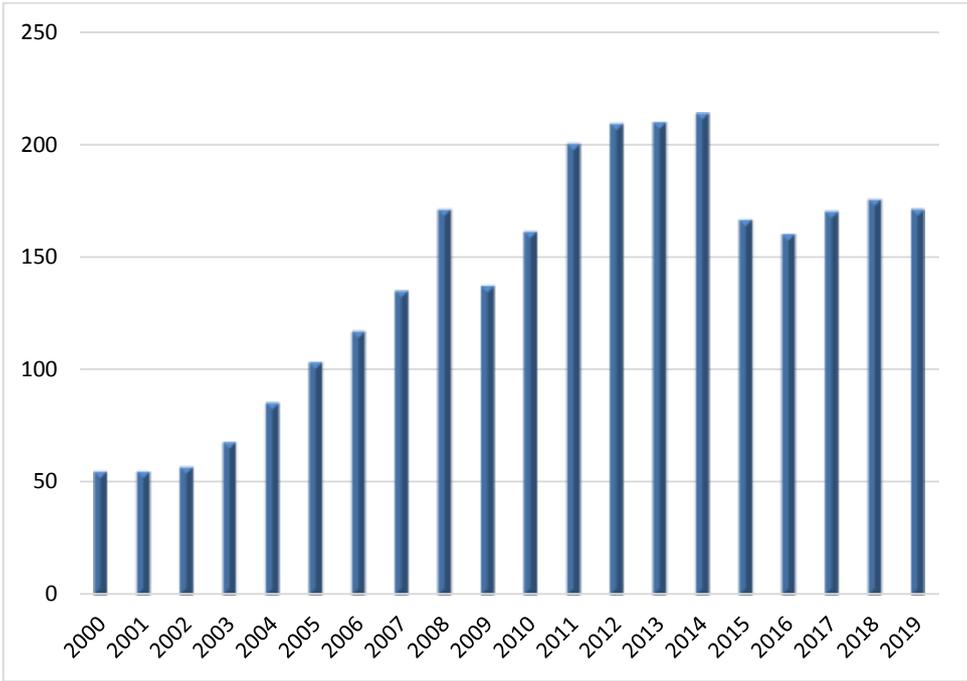
Le secteur des hydrocarbures représente plus de 90% des exportations de l'Algérie. Les autres secteurs ne représentent presque rien devant ce dernier, exposant l'économie algérienne à une forte dépendance vis-à-vis de cette matière première, dont les prix sont très volatils sur les marchés internationaux.

1.1.1. Le produit intérieur brut algérien

Le produit intérieur brut algérien a connu une croissance en dents de scies depuis le début du siècle. Le PIB augmentait parfois de façon très forte, d'autres fois plus lentement comme le montrent les graphes n°31 et 32. Ces graphes montrent une croissance soutenue et des chutes qui correspondent à des épisodes de baisses des prix du pétrole. La hausse débute de 2000-2001 jusqu'en 2008, puis connaît une chute en 2009 et reprend en 2010 pour amorcer une chute de nouveau en été 2014, suite au choc baissier qu'ont connu les prix du pétrole.

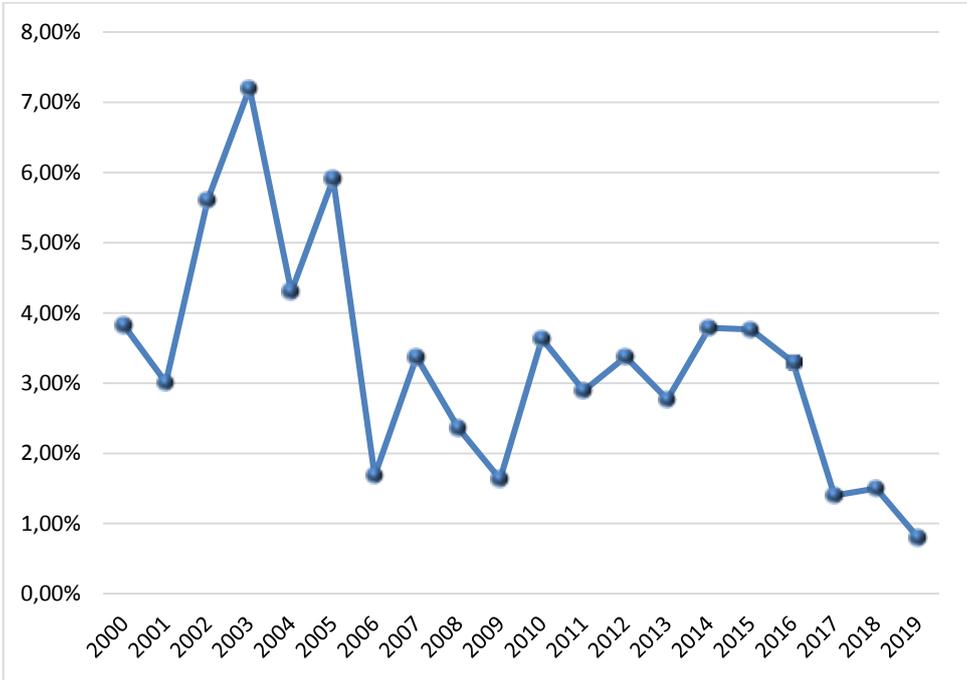
Chapitre VI : Possibilité de création d'un fonds souverain algérien : simulation et orientations

Figure n°31 : Evolution du PIB algérien (milliards USD)



Source : réalisé à partir des données de la banque mondiale (worldbank.org)

Figure n°32 : Taux de croissance du PIB en Algérie (2000-2019)



Source : réalisé à partir des données de la banque mondiale

Chapitre VI : Possibilité de création d'un fonds souverain algérien : simulation et orientations

1.1.2. Le commerce extérieur algérien

A travers le tableau et le graphe qui vont suivre, nous allons exposer l'évolution du commerce extérieur algérien pour la période 2012-2019. Cette période inclut deux années où les prix du pétrole étaient encore élevés (2012 et 2013), puis la chute pour les années restantes.

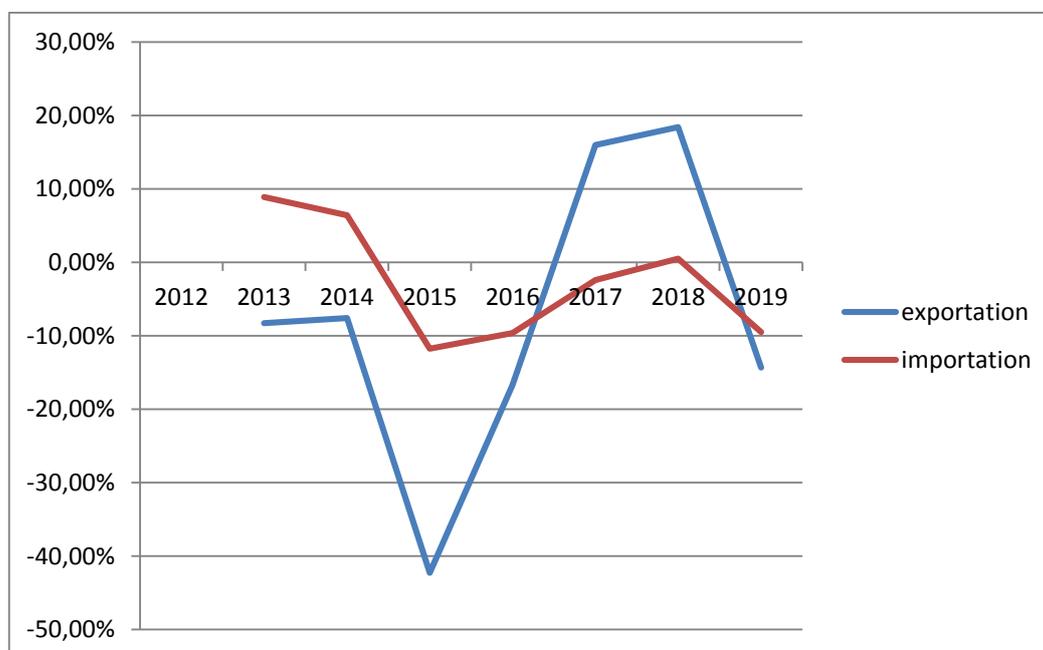
En 2015, les exportations algériennes ont chuté de 42.27% par rapport à leur niveau de 2014. La chute ne s'est pas arrêtée en 2016, la baisse a été de 13.39%. Comme réponse à cette forte chute des exportations, les pouvoirs publics ont pris des mesures pour réduire les importations avec -11.75% en 2015, 8.93% en 2016, 2.4% en 2017 et -9.2% en 2019. Quant à la balance commerciale, après plusieurs années d'excédents, le déficit commence à apparaître en 2015 et s'accroît en 2016, puis baisse en 2017 et 2018 pour remonter légèrement en 2019 (voir tableau n°21 et graphe n°33).

Tableau n°21 : Evolution des échanges extérieurs algériens (2012-2019)

Valeur(en millions USD)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Importations	50376	55028	58580	51702	47089	45957	46190	41934
Exportations	71866	64974	60054	34668	30026	34763	41170	35824
Balance commerciale	13939	9946	1474	-17034	-17063	-11194	-5020	-6110

Source : Reconstitué à partir des différents rapports annuels des douanes algériennes (douane.gov.dz)

Figure n°33 : Pourcentage des évolutions des échanges extérieurs algériens



Source : Réalisé à partir des différents rapports annuels des douanes algériennes

Chapitre VI : Possibilité de création d'un fonds souverain algérien : simulation et orientations

Pour le taux de couverture des importations par les exportations, après avoir dépassé les 100% lorsque les prix du pétrole étaient élevés (2012, 2013 et 2014), il a commencé à baisser au-dessous des 100% à partir de 2014 suite à la chute des prix du pétrole (voir tableau n°22)

Tableau n°22 : Taux de couverture des importations par les exportations

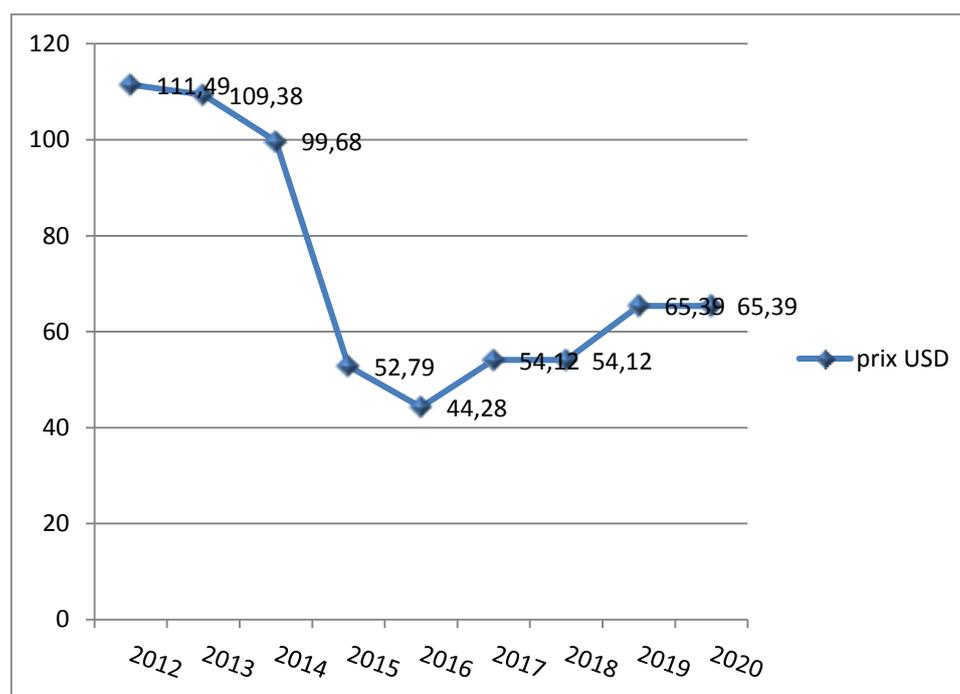
Année	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Taux de couverture (%)	143%	130%	107%	67%	64%	76%	89%	85%

Source : Réalisé à partir des différents rapports annuels des douanes algériennes

1.2. Le poids des hydrocarbures dans l'économie algérienne

L'évolution des prix moyens annuels du Sahara Blend, le pétrole brut de référence algérien qui est un brut léger de bonne qualité, faible en soufre et convient parfaitement à la production du diesel, a dépassé les 100 dollars en 2012 et 2013, puis a commencé sa chute à partir de 2014 et repartir légèrement à la hausse en 2017 (voir graphe n°34)

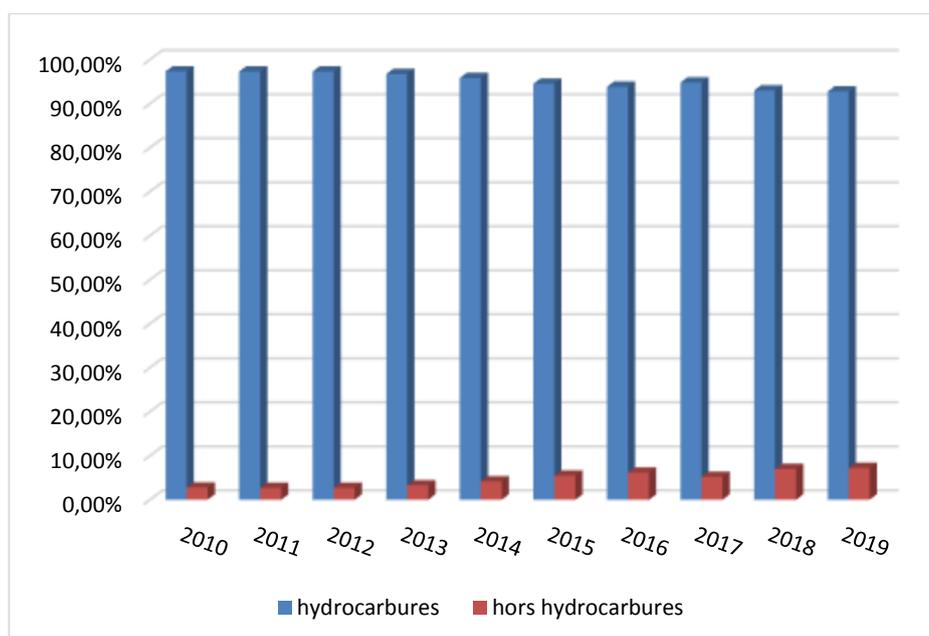
Figure n°34 : Evolution des prix moyens du Sahara blend



Source : Réalisé à partir des données de l'OPEP (www.opec.org)

Cette baisse des prix des hydrocarbures a causé la chute des exportations algériennes de 50%, car l'économie algérienne est très dépendante des exportations du pétrole et gaz. Leur parts est très importante, représentant respectivement 94.54%, 93.84 %, 94.54%, 92,98% et 92.8% du total des exportations durant 2015, 2016, 2017, 2018 et 2019 selon les douanes algériennes.

Figure n°35 : part des hydrocarbures dans les exportations algériennes

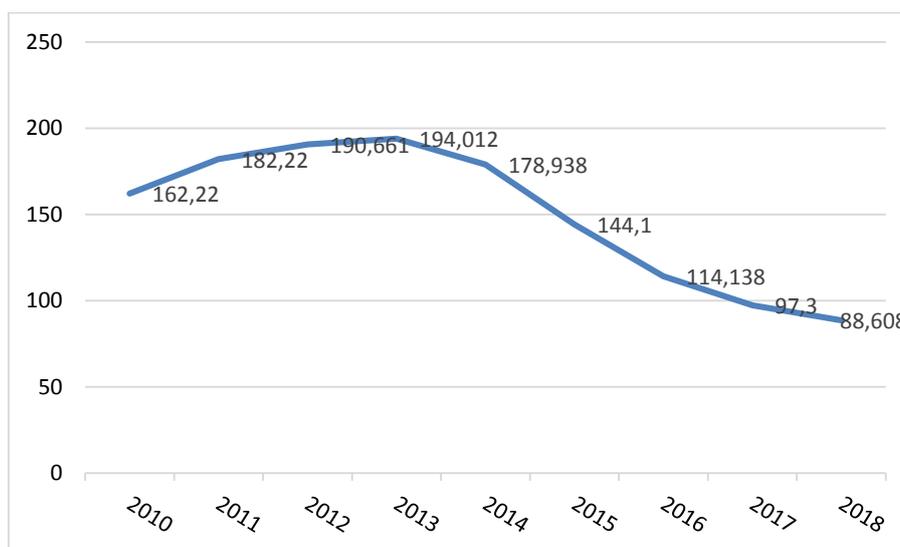


Source : construit à partir des données des douanes algériennes

1.3. Les réserves de change algériennes

Avec la hausse des prix du pétrole, l'Algérie a mis de côté d'importants capitaux en devises étrangères. Le niveau des réserves de change algériennes a atteint 194.012 en 2014, pour ensuite, commencer à baisser suite à la chute des prix de cette matière amorcée à l'été 2014. En quelques années, plus de la moitié de ces réserves ont été dépensées comme le montre le graphique ci-dessous. Le dernier rapport officiel publié, chiffre les réserves de change à 88.6 milliards USD en 2018. Pour les années qui suivent (2019 et 2020), l'information exacte n'est pas disponible à ce jour, à part les montants publiés dans la presse nationale et avancés par le ministre des finances.

Figure n°36 : Evolution des niveaux des réserves de change en Algérie (milliards USD)



Source : Réalisé à partir des rapports annuels de la Banque d'Algérie

Chapitre VI : Possibilité de création d'un fonds souverain algérien : simulation et orientations

1.4. Fonds de régulation des recettes

Le fonds de régulation des recettes a été créé en 2000. Dans l'article 10 du journal officiel N°37/2000, du 28 juin 2000 stipule : « Il est ouvert dans les écritures du Trésor un compte d'affectation spéciale, n° 302-103, intitulé Fonds de régulation des recettes », ce compte retrace d'après la loi de finances officiels N°37/2000 ; 83/2003 et 47/2006¹ :

En recettes :

- Les plus-values résultantes d'un niveau de recettes de la fiscalité pétrolière supérieur aux prévisions de la loi de finances ;
- Les avances de la Banque d'Algérie destinés à la gestion active de la dette extérieure ;
- Toutes autres recettes liées au fonctionnement du fonds.

En dépense :

- Le financement du déficit du Trésor, sans que le solde du fonds ne puisse être inférieur à 740 milliards de dinars ;
- La réduction de la dette publique.

D'autres fonds spéciaux ont été créés par la même occasion tels que :

- Fonds spécial pour le développement des régions du sud (1998) ;
- Le fonds de promotion de la compétitivité industrielle (2000) ;
- Fonds spécial de développement économique des hauts plateaux (2003) ;

D'importants capitaux ont été transférés vers ce fonds, suite à la hausse des prix du pétrole (5713.4 milliards de dinars en 2012). Toutefois, dès que les prix du pétrole ont commencé à chuter, le fonds n'a pas tardé à être épuisé (voir tableau n°23 et graphe n°37)

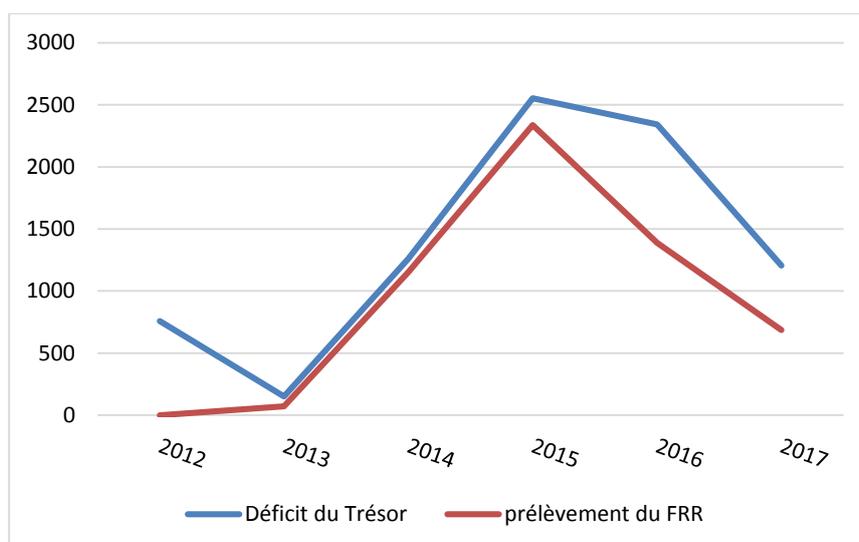
Tableau n°23 : Situation du FRR en milliards DA

Année	2012	2013	2014	2015	2016	2017
volume	5713.4	5643.2	4408.5	2072.2	684.6	00

Source : www.bank-of-algeria.dz

¹ J.O.R.A N°37/2000, 28/06/2000.
J.O.R.A N°83/2003, 29/12/2003.
J.O.R.A N°47/2006, 19/07/2006.

Figure n°37 : déficit du solde du Trésor VS prélèvements du FRR



Source : réalisé à partir Des rapports annuels de la Banque d'Algérie (2012, 2013, 2014, 2015, 2016 et 2017)

En 2012, le déficit budgétaire était de 758.6 milliards de dinars, mais l'Etat n'a pas touché au FRR. A partir de 2013, l'Etat a commencé à prélever des fonds du FRR pour financer son déficit budgétaire qui était cette année-là de 151.2 milliards de dinars. Le FRR a connu depuis des prélèvements annuels de l'ordre de 46.4% ; 91.6% ; 91.5% ; 59% et 56.7% du déficit entre 2013 et 2017. En 2017, avec le prélèvement des 684.6 milliards de dinars restant, le fonds a été complètement épuisé.

1.5. Fonds National d'investissement (FNI)

D'après les informations données sur le site officiel de ce fonds², les pouvoirs publics ont décidé en 2009 de créer un fonds national d'investissement, issu de la restructuration de la Banque Algérienne de Développement. La loi de finances complémentaire de 2009 a consacré cette restructuration en modifiant l'appellation BAD en FNI, en le dotant d'un capital de 150 milliards de dinars. Outre les capitaux propres, le fonds bénéficie de ressources de l'Etat sous forme de prêts et autres avances du Trésor public. D'après le rapport de 2014³, le FNI a emprunté 160 milliards de DA sous forme d'emprunt obligataire, et reçu trois dons : deux accordés par la Chine totalisant 150 millions de Yuans et l'autre, et un reçu de la Banque africaine de développement pour un montant de 1597500 USD.

L'objectif du FNI est de promouvoir de nouveaux instruments indispensables à l'intervention de l'Etat, dans le financement du développement. Son intervention se fait sous forme de prêts à long terme ou par le biais de prises de participations (voir tableau n°24 et graphe n°38), afin de réaliser les missions suivantes :

1. Le financement des projets d'investissement ;
2. Partenariat avec les entreprises nationales et/ou avec des investisseurs étrangers pour la réalisation de projets de développement ;
3. Octroi de garanties.

² www.fni.dz

³ Rapport Annuel 2014, www.fni.dz

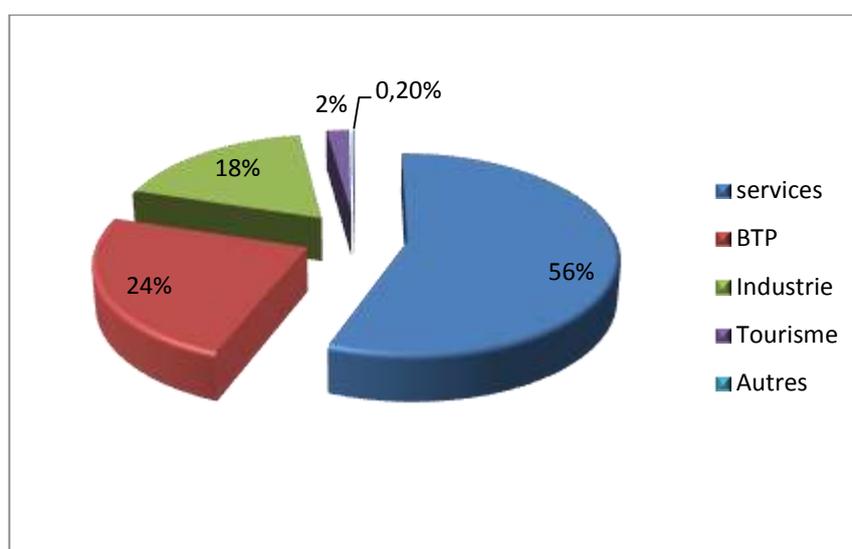
Chapitre VI : Possibilité de création d'un fonds souverain algérien : simulation et orientations

Tableau n°24 : participation du FNI dans des entreprises

Entité	Date d'entrée	Taux de participation
Banque Algérienne du Commerce Extérieur (BACE)	1981	50%
Institut de Formation Bancaire (ex : SIBF)	1989	10%
Groupe Cosider	2010	100%
Taamine Life Algérie	2010	30%
AXA Assurance Algérie Dommage	2011	36%
AXA Assurance Algérie Vie	2011	36%
Saidal Norah Manufacturing (SAIDANOR)	2012	2%
Renault Algérie Production (RAP)	2013	17%
SIAHA	2014	17%
Algerian Qatari Steel	2014	5%
Omnium Telecom Algérie (OTA, Djezzy)	2015	51%

Source : Rapport Annuel 2014, www.fni.dz, p1

Figure n°38 : Participations du FNI par secteur d'activité



Source : Rapport Annuel 2014, www.fni.dz, p17

La conclusion que nous retenons à travers tous ce qui a été présenté dans cette section, est que l'économie algérienne est entièrement dépendant des exportations des hydrocarbures, ce qui la rend très vulnérable aux chocs des prix du pétrole sur les marchés extérieurs.

Section 2 : L'option d'un fonds souverain algérien pour gérer les réserves de change : faisabilité et simulations

La question de créer un fonds souverain en Algérie s'est posée dès 2009, lorsque beaucoup de pays se sont mis à créer leurs fonds. Les autorités algériennes ont rejeté l'idée, argumentant leur refus par la nécessité d'éviter les risques et assurer la sécurité des réserves de change. Vu l'importante baisse de ces dernières depuis 2014, nous nous sommes posés la question sur ce qu'auraient été la situation de ces réserves, si l'Algérie avait opté pour une gestion à travers un fonds souverain actif.

2.1. Analyse de la gestion des réserves de change par la Banque d'Algérie

La gestion des réserves de change algériennes est confiée à la Banque d'Algérie. Les gouverneurs successifs de cette dernière annoncent à chaque fois suivre une stratégie prudente dans la gestion de ces réserves, afin de protéger ces réserves des instabilités des marchés internationaux.

A part l'investissement dans la dette souveraine des pays développés considérée comme sûre, peu d'informations sont données sur la stratégie de placements des réserves de change par la Banque d'Algérie. Néanmoins, après des recherches, nous sommes arrivés à collecter des informations sur les investissements de l'Algérie dans la dette américaine, à travers le site officiel du département du Trésor.

D'après les données du Trésor américain, les placements algériens dans cette dette n'ont même pas atteint un milliard de dollars depuis 2011 (voir tableau n° 25), et investie en totalité dans les Treasury Bills, bons du Trésor en français, qui sont des obligations à court terme (maximum 52 semaines), dont les maturités les plus courantes sont de 1, 3 et 6 mois.

Tableau n°25 : Les placements algériens dans les titres du trésor américain (millions USD)

Date	Total des placements en titres du Trésor	Titres du Trésor à moyen et long terme	Titres du Trésor à court terme
12/2011	706	00	706
12/2012	680	00	680
12/2013	680	00	680
12/2014	680	00	680
12/2015	680	00	680
12/2016	680	00	680
12/2017	681	1	680
12/2018	681	1	680
12/2019	681	1	680

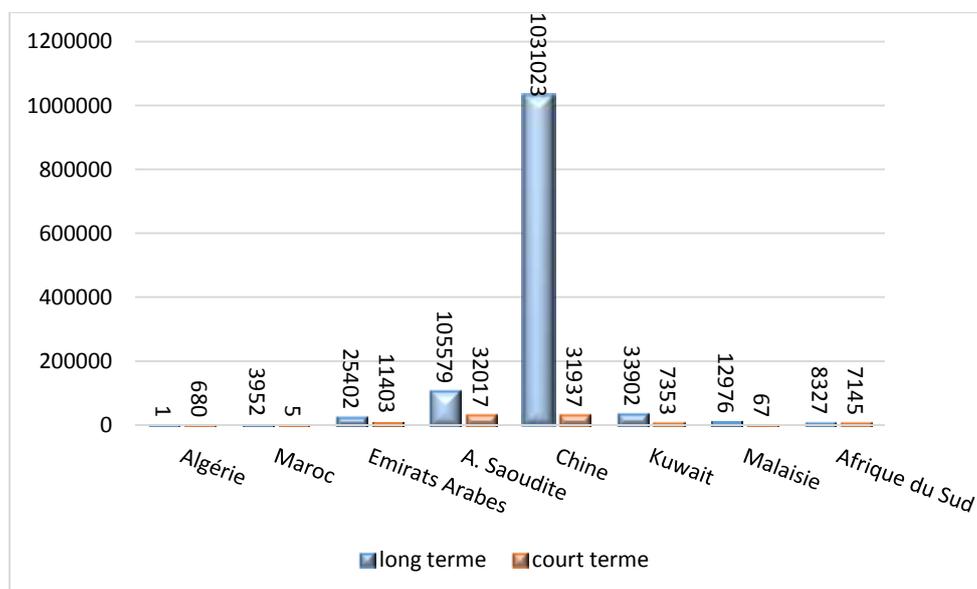
Source : réalisé à partir des données du Trésor américain (ticdata.treasury.gov)

Chapitre VI : Possibilité de création d'un fonds souverain algérien : simulation et orientations

Afin d'analyser cet investissement, nous avons adopté une approche comparative, où nous avons comparé ce placement avec ceux de quelques pays, qui ont aussi investis dans la dette américaine en novembre 2020. Les résultats que nous présentons dans la figure n°39, montrent que la stratégie adoptée par les pouvoirs publics était celle qui répondait le moins à l'objectif avancé. Ces pays ont investi plus de 70% dans les Treasury Notes. Des obligations de moyens termes, à maturité ne dépassant pas les dix ans, très demandées sur les marchés, essentiellement les obligations de maturité 2, 3, 5 et 7 ans.

Nous remarquons aussi que l'Algérie s'est distinguée par rapport aux autres pays, en suivant une stratégie totalement différente, même par rapport à un pays voisin comme le Maroc qui n'a pas autant de richesses naturelles. Le Maroc a investi 3.952 milliards de dollars dont 99.9% dans les Treasury Notes (voir figure n°39). Les pays choisissent plus les Treasury Notes par rapport aux « Treasury Bills » pour plusieurs raisons. Premièrement, les taux d'intérêt la plupart du temps sont plus élevés. Deuxièmement, ces pays reçoivent des intérêts après chaque fin de semestre qu'ils pourraient ensuite réinvestir s'ils le souhaitent, alors que dans le cas des bons du Trésor, le capital initial et les intérêts seront remboursés à l'échéance qui ne dépasse pas une année. Il faudra alors réinvestir la totalité et faire face aux instabilités des taux d'intérêt.

Figure n°39 : Les placements de quelques pays dans les titres du Trésor américains (millions USD) en novembre 2020



Source : Réalisé à partir des données du Trésor américain (ticdata.treasury.gov)

2.2. Mécanismes de création d'un fonds souverain

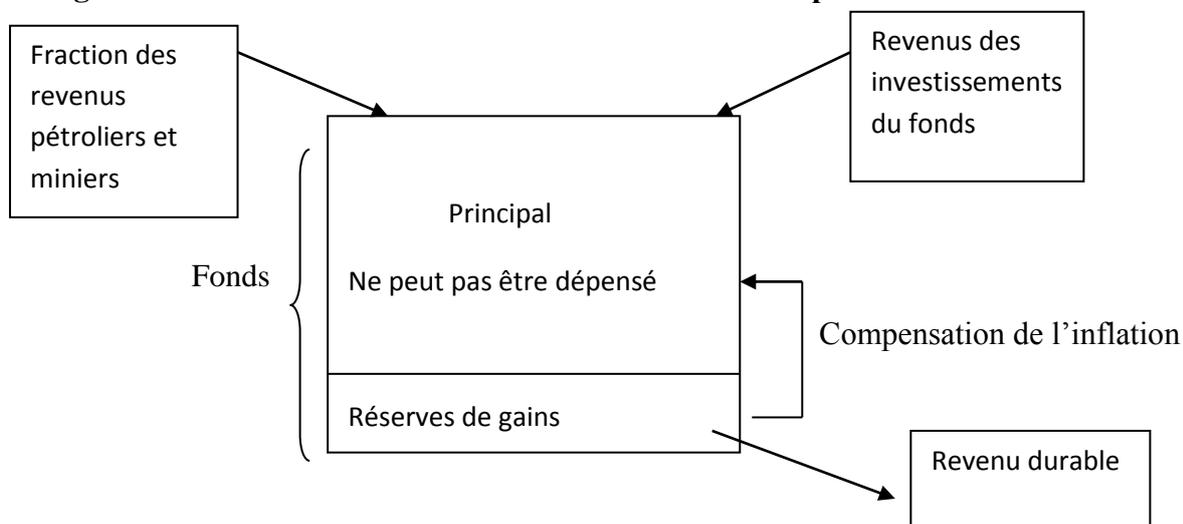
Pour créer un fonds souverain, le pays doit d'abord avoir la capacité financière nécessaire, puis mettre en place un cadre juridique adéquat qui va déterminer son fonctionnement et enfin, fixer des orientations qui vont guider la mise en place de la stratégie d'investissement du fonds créé.

Chapitre VI : Possibilité de création d'un fonds souverain algérien : simulation et orientations

2.2.1. Un cadre juridique adéquat

Pour créer un Fonds souverain en Algérie, il faudrait d'abord faire appel à la législation. Des lois fiscales pour les fonds de ressources naturelles sont mises en place, une fois la décision de créer le fonds est prise. Ces lois ont pour objectif de dicter aux gouvernements, les montants à transférer et à retirer du fonds chaque année et si les décisions de retraits devraient passer par l'approbation du parlement. Elles doivent prendre en considération les objectifs généraux du fonds, la quantité de capitaux ou les dépenses nécessaires au pays pour faire face aux objectifs économiques et enfin, les flux de revenus⁴. Dans un premier temps, il faudrait décider du montant initial à transférer vers ce fonds, un montant qui ne doit pas être touché et à lequel seraient rajouté les revenus d'investissement du fonds, qui constitueraient ensemble un revenu futur durable comme le montre la figure ci-dessous.

Figure n°40 : Fonctionnement d'un fonds de ressources pétrolières et minières



Source : Cantuarias- Villessuzanne. C, La mesure économique de la dépréciation du capital minier au Pérou. Etudes de l'environnement, Thèse de doctorat, Université Bordeaux IV, p172, <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-00724852>

Beaucoup d'expérience de création de fonds souverains par les pays existents et l'Algérie pourrait s'en inspirer pour créer son propre fonds. A travers le tableau suivant, nous allons présenter certaines de ces expériences, essentiellement les fonds créés et financés par les recettes qui proviennent des exportations de matières premières.

⁴ Cespedes Luis, Parrado Eric, Velasco André (2014), Fiscal Rules and Natural Resource Funds : The case of Chile, Annual Review of Resource Economics, Vol 6, Issue 1, pp 105-132, p5.

Chapitre VI : Possibilité de création d'un fonds souverain algérien : simulation et orientations

Tableau n°26 : Caractéristiques de certains fonds souverains

Le fonds	Ressource naturelle	Caractéristiques
Kuwait Investment Authority (Kuwait 1953)	Pétrole	Le gouvernement transfère 10% des revenus du pétrole à KIA
Timor Leste Petroleum Fund	Pétrole	3% de la production pétrolière est transférée vers le fonds
Pension Reserve Fund (Chili 2007)	Cuivre	Transfert de revenus doit se situer entre un minimum de 0.2% et 0.5% du PIB
Gouvernement Pension Fund Golbal (Norvège 1990)	Pétrole	Tous les revenus pétroliers sont transférés au fonds. Toutefois, la loi de 2001, autorise le gouvernement à retirer 4% chaque année, pour couvrir le déficit du budget hors pétrole. Ce % a été réduit en 2018 à 3%.
Alaska Permanent Funds	Pétrole et autres minéraux	25% des revenus de toutes les ressources naturelles du pays (pétrolières et autres) sont transférées au fonds souverain

Source: Adapté de Anderson. T (June 2010), The Petroleum Fund and Development Strategy in Timor Lest, A report for Timor Leste's Petroleum Fund Consultative Council, University of Sydney, p 11.

2.2.2. Faisabilité

Pour voir la faisabilité d'un fonds souverain en Algérie, il faudrait voir d'abord si la situation financière du pays le permettait, puis faire une simulation pour montrer les résultats qu'aurait pu réaliser un tel fonds, s'il avait été créé.

2.2.2.1. Estimation du niveau adéquat des réserves de change en Algérie

Pour mesurer le niveau adéquat des réserves de change pour le cas de l'Algérie, nous allons calculer les ratios présentés précédemment en utilisant bien évidemment, des données de l'économie algérienne durant les années (2012-2018), que nous avons recueilli auprès de trois organismes : les douanes algériennes, la Banque d'Algérie et le Ministère des Finances.

D'abord, nous allons calculer l'excès de réserves détenu par l'Algérie durant la période allant de 2000 à 2018. Pour cela, nous avons besoin de calculer en premier lieu, le taux de couverture des importations selon Triffin pour faire sortir les réserves en excès. En deuxième lieu, nous allons calculer d'autres ratios (Greenspan-Guidotti et Brown), qui utilisent d'autres indicateurs financiers, pour mesurer le niveau de réserves que doit détenir un pays pour faire face à ses dépenses courantes. Cela nous permettra d'avoir une meilleure visibilité sur la situation financière du pays.

D'après les données collectées et qui seront présentée dans le tableau ci-dessous, le volume des importations algériennes n'a pas cessé d'augmenter depuis 2000. Ce dernier, se situait à moins d'un milliards entre 2000 et 2001, puis a dépassé les quatre milliards entre 2012-2015

Chapitre VI : Possibilité de création d'un fonds souverain algérien : simulation et orientations

et un peu baissé de 2016-2018. Pour les besoins de calcul, nous avons utilisé la moyenne des importations entre 2000-2018, qui nous a donné 2.8 milliards que nous avons arrondis à 3 milliards USD par mois, afin de calculer les réserves en excès en retranchant les réserves de trois mois d'importations des réserves annuelles totales.

Tableau n°27 : Taux de couverture des importations durant la période (2000-2018)

Année	Réserves	Importations/année	Import/mois	Couverture par mois d'importations	Réserves en excès
2000	11.91	9.173	0.764	4	2.91
2001	17.9	9.94	0.82	6	8.9
2002	23.1	12	1	8	14.1
2003	32	13.534	1.127	11	23
2004	43.1	18.308	1.525	14	34.1
2005	56.2	20.357	1.696	19	47.2
2006	77.78	21.456	1.788	26	68.78
2007	110.18	27.631	2.30	37	101.18
2008	143.1	39.479	3.289	48	134.1
2009	147.22	39.294	3.27	49	134.22
2010	162.22	40.473	3.37	54	153.22
2011	182.22	47.247	3.937	61	173.22
2012	190.66	50,376	4.2	38	181.66
2013	194.012	55,028	4.6	39	185.012
2014	178.94	51,501	4.3	36	169.94
2015	144,13	58,580	4.9	29	135.13
2016	114,1	35,08	2.9	23	105.1
2017	97.3	45.957	3.8	19	88.3
2018	88.608	46.197	3.8	18	79.608

Source : Calculs réalisés par nous même à partir des données de la banque d'Algérie et des douanes algériennes

Les résultats obtenus montrent que l'Algérie a connu depuis 2000 des excès de réserves, dépassant même les 100 milliards USD (pour les années 2012, 2013, 2014 et 2015) et un peu moins pour les trois années suivantes (2016, 2017 et 2018). Toutefois, l'excès reste assez important (82 milliards USD en 2017 et 73.6 milliards en 2018).

Chapitre VI : Possibilité de création d'un fonds souverain algérien : simulation et orientations

Il reste maintenant à calculer les deux autres ratios (Greenspan-Guidotti, Brown). Pour cela, nous allons d'abord présenter l'évolution de l'endettement extérieure de l'Algérie pendant la période 2000-2018 dans le tableau suivant :

Tableau n°28 : L'évolution de l'endettement extérieur de l'Algérie (2000-2018)

Année	Réserves de change	Dettes extérieures à court terme (en milliards USD)	Dettes extérieures totales (milliards USD)
2000	11.91	0.173	25.261
2001	17.9	0.26	22.571
2002	23.1	0.102	22.642
2003	32	0.150	23.353
2004	43.1	0.410	21.821
2005	56.2	0.707	17.107
2006	77.78	0.550	5.612
2007	110.18	0.717	5.606
2008	143.1	1.080	5.921
2009	147.22	1.331	5.687
2010	162.22	1.778	5.681
2011	182.22	1.142	4.405
2012	190.66	1.205	3.694
2013	194.012	1.328	3.396
2014	178.94	1.975	3.735
2015	144,13	1.823	3.02
2016	114,1	1.986	3.849
2017	97.3	2.096	3.989
2018	88.608	2.096	5.706

Source : Réalisé par nous même

Nous constatons à travers le tableau ci-dessus que même si la dette extérieure à court terme augmente d'une année à l'autre depuis 2000, la dette extérieure totale a baissé de plus de 25 milliards au début des années 2000, pour s'établir à 5.7 milliards USD en 2018.

La présentation de ces indicateurs nous permettra de calculer les ratios (Greenspan-Guidotti et Brown), dont les résultats seront présentés dans le tableau n°27. Rappelons qu'en situation normale, le premier ratio ne doit pas être au-dessous de 1 (ou bien 100%), tandis que le deuxième ne doit pas être au-dessous des 40%. Les résultats des calculs montrent que les

Chapitre VI : Possibilité de création d'un fonds souverain algérien : simulation et orientations

dettes à court termes sont très largement couvertes par les réserves de change depuis 2000. Quant à la dette extérieure totale, la couverture était de 47% en 2000 et de 79% en 2001, puis dépassant les 100% pour toutes les années suivantes.

Tableau n°29 : L'évolution des ratios Greenspan-Guidotti et Brown pour l'Algérie (2000-2018)

Année	Ratio Greenspan-Guidotti	Ratio (%)	Ratio Brown	Ratio en (%)
2000	68.84	6884	0.47	47
2001	68.84	6884	0.79	79
2002	226.47	22647	1.02	102
2003	213.33	21333	1.37	137
2004	105.12	10512	1.97	197
2005	79.49	7949	3.28	328
2006	141.41	14141	13.85	1385
2007	153.66	15366	19.65	1965
2008	132.5	13250	24.16	2416
2009	110.60	11060	25.88	2588
2010	91.23	9123	28.52	2852
2011	159.56	15956	41.36	4136
2012	158.22	15822	51.61	5161
2013	146.09	14609	57.13	5713
2014	90.6	9060	47.9	4790
2015	79.06	7906	47.7	4770
2016	57.47	5747	29.64	2964
2017	46.42	4642	24.39	2439
2018	42.27	4227	15.52	1553

Source : Réalisé par nous même

Après avoir calculé et présenté les résultats des différents ratios calculés, nous arrivons à la conclusion que la situation financière algérienne depuis 2000 jusqu'en 2018, était largement favorable à la création d'un fonds souverain.

Chapitre VI : Possibilité de création d'un fonds souverain algérien : simulation et orientations

2.2.2.2. Simulation

La question que nous nous sommes posés au départ, était de savoir si la création d'un fonds souverain avec une stratégie d'investissement active, aurait pu amortir la crise financière que traverse l'Algérie. Pour se faire, nous avons fait une simulation pour montrer combien aurait pu gagner l'Algérie, si elle avait opté pour la création d'un fonds souverain dès que les réserves ont commencé à augmenter, à partir des années 2000.

Pour créer un fonds souverain, il est nécessaire de déterminer d'abord le niveau ou bien le montant des réserves à affecter annuellement à ce fonds. Nous savons que les fonds les plus célèbres au monde gèrent d'importants capitaux, dépassant les 200 milliards de dollars, tels que le fonds norvégien, chinois, émiratis et autres. Toutefois, il en existe beaucoup d'autres plus petits, ne dépassant parfois même pas le milliard de dollars et qui fonds l'objet de transfert de revenus chaque année. Ces fonds ont connu une importante croissance du montant des actifs sous gestion depuis leur création, comme le montre le tableau ci-dessous.

Tableau n°30 : Situation des actifs acquis de certains fonds souverains de petite taille en 2019

Fonds	Année de création	Montant à la création (millions USD)	Actifs sous gestion en 2019	Le taux de croissance moyen en %
Pension Reserve Fund (Chili)	2006	604.5	10155	1579,90
Palestine Investment Fund (Palestine)	2003	625	1000	60,00
Timor Leste Petroleum Fund	2005	370	16799	4440,27
State Oil Funds of Republic of Azerbaijan (Azerbaïdjan)	1999	270.9	40273	14766,37

Source : Réalisé par nous-même sur la base des informations tirées des sites : www.pif.ps, www.hacienda.cl, www.swfintitute.org, www.oilfund.az

Le tableau montre la croissance de certains petits fonds, depuis la date de leur création jusqu'en 2019. Les résultats sont impressionnants, dépassant largement 100% pour le fonds du Chili, d'Azerbaïdjan et de Timor Leste. Nous avons préféré alors prendre le cas du fonds palestinien qui a enregistré le taux le plus bas en dix-sept ans (60%), soit un taux de croissance annuel de 2.8%.

Chapitre VI : Possibilité de création d'un fonds souverain algérien : simulation et orientations

La mise en place d'un fonds souverain algérien était donc possible à partir de l'année 2000, vu que l'excès de réserves était de 2.91 milliards USD ⁵. De ce fait, nous avons fait une simulation de son évolution, si les pouvoirs publics ont décidé de l'alimenter de deux milliards USD chaque année jusqu'en 2018. Le tableau suivant présente les montants cumulés de ce fonds et ses rendements.

Tableau n°31 : Evolution du fonds proposé et ses rendements annuels (simulation) en milliards USD

Année	Excès de réserves	Capital transféré	Capital cumulé	Rendement réalisé
2000	2.91	2	2	0.056
2001	8.9	2	4	0.112
2002	14.1	2	6	0.168
2003	23	2	8	0.224
2004	34.1	2	10	0.28
2005	47.2	2	12	0.336
2006	68.78	2	14	0.396
2007	101.18	2	16	0.448
2008	134.1	2	18	0.504
2009	134.22	2	20	0.56
2010	153.22	2	22	0.616
2011	173.22	2	24	0.672
2012	181.66	2	26	0.728
2013	185.012	2	28	0.784
2014	169.94	2	30	0.84
2015	135.13	2	32	0.896
2016	105.1	2	34	0.952
2017	88.3	2	36	1.008
2018	79.608	2	38	1.064
Total			38	10,304

Source : Simulations réalisées par nous même

Les résultats présentés dans le tableau ci-dessus montre qu'en alimentant un fonds de deux milliards chaque année, le capital cumulé depuis 2000 serait de 38 milliards USD en 2018 et

⁵ Par rapport à trois mois d'importation, selon le ratio Triffin

Chapitre VI : Possibilité de création d'un fonds souverain algérien : simulation et orientations

le rendement cumulé durant cette période serait de 10.304 milliards USD, ce qui permettrait à l'Algérie d'avoir en 2019, un fonds totalisant près de 48, 304 milliards USD. Ce montant pourrait amortir les effets de la crise que vit notre économie. D'après les statistiques du ministère des finances⁶, le solde global du Trésor est toujours négatif ; il était de l'ordre de 1 952 532 millions DZD, vers la fin décembre 2018, soit 16.74 milliards USD (avec un taux de change moyen de 116.62 DZD). Dans notre étude, nous nous sommes limités à un montant annuel le plus adéquat vu son niveau en 2000. Toutefois, à partir de 2002, il était possible de transférer vers ce fonds des montants plus importants (plus de 10 milliards), ce qui aurait permis de mieux capitaliser et mieux rentabiliser l'excès de réserves de change algériennes.

2.2.3. Orientations possibles pour un fonds souverain algérien

Créer un fonds souverain nécessite la mise en place d'une stratégie d'investissement respectant les objectifs du pays, en matière de rendement espéré, du niveau de risque toléré, ainsi que des objectifs socio-économiques visés.

Un fonds souverain algérien pourrait constituer une autre manière d'investir les réserves de change, en l'orientant vers une stratégie d'investissement plus active et diversifiée. Une stratégie qui répondrait aux objectifs du pays, en matière de rendement et de créneaux porteurs d'opportunités, pour la réalisation de projets de développement économiques. A cet effet, nous allons proposer quelques orientations en matière d'investissement possibles pour un fond souverain algérien.

2.2.3.1. Les obligations d'Etat

Les obligations d'Etat est un investissement que tous les gestionnaires incluent dans leurs portefeuille, car ces actifs sont considérés comme moins risqués que les actions et procurent des rendements sûrs. Néanmoins, Il faudrait élargir la gamme d'obligation à inclure dans son portefeuille, en investissant premièrement dans la dette des pays développés à moyen terme. Deuxièmement, dans la dette de certains pays émergents, dont l'économie est très dynamique et enregistrent des taux de croissance assez importants et des taux d'intérêts attrayants, tels que l'Inde et la Chine dont taux d'intérêt tournent autour des 4% et 3.850%. Cela pour avoir un meilleur rendement, surtout dans un environnement où les taux sont historiquement bas voir même négatifs.

3.2.3.2. Les actions

Les actions sont certes plus risquées, mais procurent des rendements plus élevés que les obligations. Il serait donc intéressant d'investir dans des entreprises des pays développés et même émergents, pour avoir non seulement des gains financiers, mais aussi pouvoir négocier des partenariats dans différents domaines économiques, qui permettront un transfert de technologie⁵⁸⁺⁵, une formation de la main d'œuvre locale et la création d'entreprises.

3.2.3.3. Accompagnement des entreprises locales dans la quête des marchés étrangers

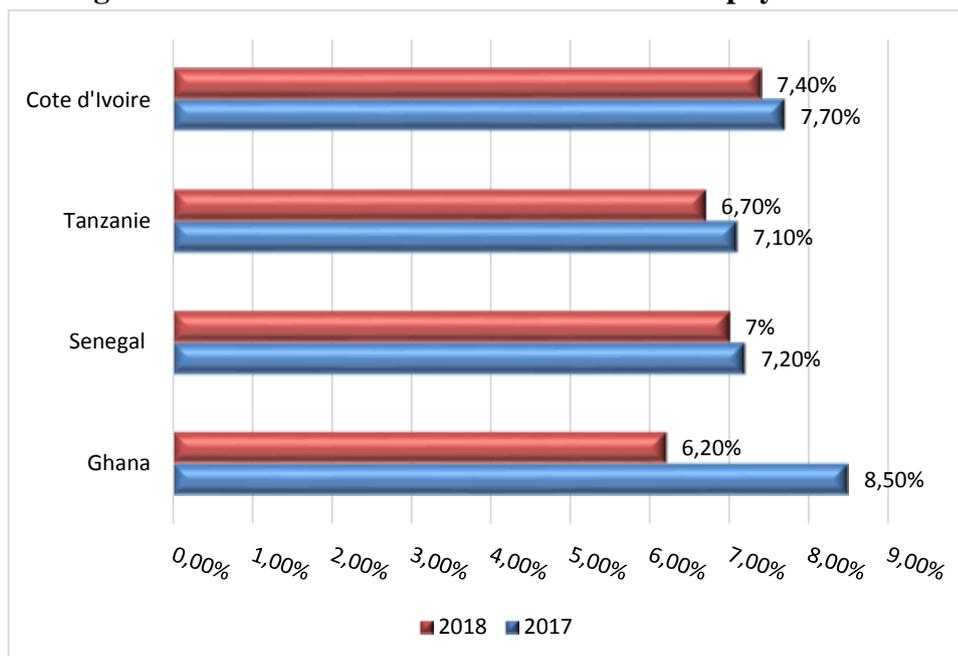
Un fonds souverain pourrait accompagner les entreprises algériennes des différents secteurs (agroalimentaire, électronique, produits pharmaceutiques.), dans leur processus

⁶ www.mf.gov.dz, consulté le 10/12/2019

Chapitre VI : Possibilité de création d'un fonds souverain algérien : simulation et orientations

d'internationalisation, notamment celles qui visent le marché africain. En effet, ces dernières années, l'Algérie a multiplié les initiatives (foires, etc.), afin de renouer des liens économiques avec le marché africain, sachant qu'il enregistre des taux de croissances assez intéressants. D'après le rapport de la Banque Africaine de développement⁷, la croissance moyenne de l'Afrique en 2019 est de 3.4% légèrement supérieure à la moyenne mondiale de 3% pour la même période. La croissance en Afrique centrale et Afrique de l'est est de 3.2 % et 5% (voir figure n°42).

Figure n°42 : Les taux de croissance de certains pays africains



Source : réalisé à partir des données de la Banque mondiale (www.banquemondiale.org).

3.2.3.4. La gestion des prêts non performants des entreprises algériennes

La démarche prise par les fonds souverains chinois peut servir d'exemple dans ce domaine. Il s'agit de reprendre les dettes des entreprises publiques par le fonds, qui s'occupe alors de les recouvrer, sans avoir recours à l'assainissement de ces entreprises. Ces entreprises seront sous la garantie de ce fonds, alors elles pourront émettre des dettes à taux d'intérêts. L'argent collecté, lui permettra de le partager entre le remboursement de la dette pour le fonds et le développement de son activité, à travers des partenariats que le fonds aurait facilité grâce à ses investissements étrangers. Cela lui permettra de redémarrer et pouvoir rembourser ses dettes.

A la fin de cette section, nous remarquons que tous les résultats obtenus des calculs effectués, mènent vers la conclusion qu'un fonds souverain algérien actif est non seulement possible, mais aussi profitable, car cela permettrait de mieux fructifier une partie des réserves de change en diversifiant les placements.

⁷ Banque Africaine de Développement (2020), Perspectives économiques en Afrique 2020, <https://www.afdb.org/fr/documents/perspectives-economiques-en-afrique-2020>

Chapitre VI : Possibilité de création d'un fonds souverain algérien : simulation et orientations

A travers le chapitre que nous venons de présenter, nous avons mis en avant la dépendance de l'économie algériennes aux exportations des hydrocarbures en suivant l'évolution des indicateurs économiques du pays. Depuis le début des années 2000, les prix du pétrole n'ont pas cessé d'augmenter dépassant les 100 dollars jusqu'en 2014. Durant cette période, l'Algérie a connu une importante aisance financière, lui permettant d'accumuler d'importantes réserves de change. A l'été 2014, un contre choc a frappé les prix du pétrole, les indicateurs économique du pays ont commencé à se dégrader et le niveau des réserves de change à diminuer. En effet, plus de la moitié de ces réserves ont été dépensés, essentiellement dans les importations.

La gestion de ces réserves confiée à la Banque d'Algérie, prône la sécurité et la prudence en investissant dans les dettes des pays développés, selon les communiqués de ses gouverneurs successifs. Avec baisse drastique de leur niveau, nous avons réfléchi à une éventuelle gestion active à travers la création d'un fonds souverain, en s'inspirant des expériences des pays qui l'avaient déjà fait. Les résultats ont démontré que financièrement parlant, l'Algérie était capable de créer un fonds en lui transférant des petits montants chaque années. Ce fonds servira premièrement, à mettre de côté des capitaux qui seront difficilement accessibles aux différents gouvernements. Deuxièmement, il se chargera de placer les capitaux d'une manière diversifiée, pour réaliser des rendements et accompagner la politique économique du pays.

Conclusion Générale

Conclusion générale

Le questionnement principal de ce travail, tourne autour de la stratégie d'investissement des fonds souverains. Notre objectif consiste donc à analyser cette stratégie, pour tenter de comprendre le fonctionnement de ces fonds qui gèrent l'ensemble ou une partie des réserves de change des États. À travers les résultats de la stratégie d'investissement des fonds souverains, nous avons ensuite essayé de les confronter à ceux donnés par la stratégie de gestion de réserves adoptée par la banque d'Algérie.

Les fonds souverains ont réalisé durant la période de la crise financière de 2008, des investissements importants dans de grandes institutions financières occidentales. Ceci leur a valu un grand intérêt sur le plan international, même si au départ ils ont suscité la méfiance, mais avec la crise de la dette en Europe, tout s'est dissipé car les pays très endettés ont trouvé dans ces fonds une source de capitaux stable et à long terme.

Après la crise de 2008, l'économie mondiale est entrée dans une phase d'instabilités interminable ; des faibles taux de croissance et des taux d'intérêt historiquement bas. Pour s'adapter à cette situation, les fonds souverains ont dû changer leur comportement d'investissement, en élargissant leurs champs d'intervention en incluant à cet effet des actifs alternatifs plus risqués (hedge funds, private equity, matières premières et immobilier) et de nouvelles zones géographiques, essentiellement des pays émergents.

Les stratégies d'investissement des fonds souverains ont fait l'objet de plusieurs études. Certaines ont conclu que celles-ci ne diffèrent en rien de celles suivies par les investisseurs institutionnels, tels que les fonds de pension, dont l'objectif principal est de réaliser des rendements ajustés au risque élevés. D'autres par contre, parlent d'investissements à objectif plus stratégique que financier, servant à aider au développement économique de leurs pays d'origine. Ces deux constats, nous ont donné l'idée de réfléchir sur l'éventualité que ces fonds souverains concilient les deux objectifs en même temps, c'est-à-dire réaliser des rendements ajustés au risque élevés, tout en aidant au développement économique de leurs pays d'origine. Pour cela, nous avons analysé deux points importants : nous avons comparé d'abord le comportement d'investissement des fonds souverains à celui des autres investisseurs, puis nous avons analysé les investissements de ces fonds et leur contribution au développement économique de leurs pays d'origine.

À cet effet, nous avons exploré ces fonds afin de mieux comprendre leurs caractéristiques et leur évolution. Ces fonds sont apparus alors comme un groupe hétérogène, différent en termes de sources de financement, d'objectifs et de comportement d'investissement. Toutefois, ils se rejoignent sur un point essentiel à savoir le fait d'appartenir à des États. Les fonds souverains peuvent avoir des objectifs de stabilisation, d'épargne ou de développement. Les premiers sont plutôt conservateurs et prudent. Ils investissent plus dans des actifs d'États de bonne qualité à rendement faible. Tandis que les deux autres catégories, sont plus actives prenant un peu plus de risques dans leurs modes d'investissement. Notre analyse s'est concentrée donc sur ces deux dernières catégories, qui sont susceptibles de répondre à notre question de départ.

Afin de comparer la stratégie d'investissement des fonds souverains et celle des autres investisseurs institutionnels, nous avons étudié les principes de base qui régissent le domaine d'investissement de portefeuille. L'allocation d'actif stratégique est la première étape à suivre. Il s'agit d'allouer son capital aux différentes classes d'actifs à savoir : les obligations, les actions et les actifs alternatifs.

L'allocation d'actifs stratégique dépend de trois éléments importants : l'objectif de rendement, l'horizon temporel et le niveau de tolérance au risque. Plus l'horizon temporel d'investissement est long, plus l'investisseur disposerait d'un niveau de tolérance au risque et d'un objectif de rendement élevés. C'est pour cela que l'investisseur devrait diversifier son portefeuille en incluant des actifs plus au moins risqués, tels que les actions et les actifs alternatifs. En partant de ce constat, nous avons analysé les portefeuilles des fonds souverains de trois pays différents : la Chine, le Qatar et l'émirat d'Abu Dhabi. Leurs fonds sont connus pour leur présence active sur les marchés internationaux et locaux. Ces trois fonds gèrent d'importants capitaux avec des horizons temporels relativement longs. Pour les besoins de méthodologie, nous avons constitué d'abord un portefeuille d'investissement pour chaque fonds, puis nous avons tenté d'analyser leurs compositions en termes de classe d'actifs. Les résultats obtenus, nous ont montré que ces portefeuilles sont très diversifiés en termes de classes d'actifs, ce qui permet de dire que ces fonds ne se contentent pas seulement d'investir dans les titres à revenus fixes mais également dans les actions de grandes et petites entreprises, et dans les actifs alternatifs ; comme c'est le cas des investisseurs institutionnels ayant le même horizon temporel à l'image des fonds de pension. Ces résultats confirment la première hypothèse qui stipule que même s'ils appartiennent à des États, les fonds souverains investissent de la même manière que les autres fonds d'investissement.

Le choix de ces fonds ne s'est pas limité seulement au fait qu'ils soient actifs sur les marchés, mais aussi pour les caractéristiques de leurs pays d'origine. En effet, ces pays affrontent certains problèmes économiques qu'ils tentent de résoudre à travers l'action de leurs fonds souverains. La Chine a une économie très dynamique axée sur les exportations mais dépend fortement des importations de matières premières, tel que le pétrole. Tandis que le Qatar et Abu Dhabi, sont deux pays riches en hydrocarbures mais dépendent beaucoup de l'exportation de ces matières, dont les cours sont très instables sur les marchés internationaux. À travers le développement d'autres secteurs économiques, ces trois pays tentent de relever le défi en assurant un approvisionnement permanent en matières premières pour le cas de la Chine et en réduisant la dépendance aux hydrocarbures pour le cas du Qatar et d'Abu Dhabi. À partir de là, notre curiosité est orientée vers les secteurs d'activité visés par les investissements de ces fonds.

Les résultats de notre analyse relative aux investissements par secteur d'activité, ont montré qu'à l'intérieur de la stratégie globale de ces fonds, beaucoup d'investissements sont orientés vers des secteurs jugés stratégiques pour l'économie de ces pays tels que : l'agriculture pour le Qatar, l'industrie aéronautique pour Abu Dhabi et les matières premières pour la Chine. Ce résultat concorde avec ceux des études antérieures qui concluent que ces fonds sont utilisés pour aider le développement économique de leurs pays d'origine.

Pour terminer, nous avons comparé l'importance de cet objectif stratégique avec celui de la réalisation de rendements purement financiers, sans omettre de dire que l'objectif de base de tout investissements c'est la réalisation d'un rendement. Toutefois, celui-ci n'est pas prioritaire dans le cas d'investissement jugé plus stratégique. L'analyse a montré que la recherche de rendements purement financiers, est l'objectif le plus important dans la stratégie d'investissement globale des fonds souverains, ce qui nous permet de confirmer aussi notre deuxième hypothèse.

Les résultats obtenus montrent que la stratégie globale d'allocation d'actifs des fonds souverains, consiste à allouer des capitaux à différentes classes d'actifs, selon un ordre croissant ; de la moins risquée à la plus exposée (obligations d'États et d'entreprises, actions

cotées, actifs alternatifs). C'est le cas de tous les autres investisseurs à moyens et long terme, dans le but de réaliser les rendements financiers ajustés au risque élevé. Toutefois, dans le choix de certains actifs, essentiellement les actions et actifs alternatifs, certains secteurs sont souvent privilégiés par rapport à d'autres car faisant partie des objectifs tracés dans les politiques de développement économiques et sociaux de leurs pays d'origine.

Après avoir passé en revue tous les aspects théoriques et l'analyse du comportement de ces fonds souverains, nous nous sommes donc intéressés au cas de l'Algérie qui avait la possibilité de gérer ses réserves de change d'une manière différente que celle adoptée jusqu'à présent par la Banque d'Algérie. Pour ce faire, nous avons réalisé une simulation en supposant la gestion d'une partie des réserves de change se fasse à travers la création d'un fonds souverain algérien actif. À cet effet, nous avons d'abord étudié la faisabilité de cette option, en calculant à travers certains ratios (Greenspan-Guidotti et Brown) le niveau des réserves adéquat nécessaire à l'économie, puis calculé le niveau des réserves en excès. Les résultats ont montré qu'à partir de l'année 2000, les réserves n'ont pas cessé d'augmenter chaque année jusqu'en 2015, l'année où les pouvoirs publics ont commencé à y puiser. Néanmoins, ces réserves sont restées importantes jusqu'en 2018.

Concernant les réserves en excès, le constat est le même. En effet, depuis le début des années 2000, l'Algérie a enregistré une hausse des excédents de réserves de change chaque année (2.91 milliards USD en 2000 et 8.9 milliards USD en 2001) jusqu'à atteindre un pic de 185 milliards USD en 2013, puis une baisse bien sûr, jusqu'en 2018 (79.6 milliards) qui correspond à la fin de la période de notre étude. Ces niveaux de réserves auraient largement permis de créer un fonds souverain de petite taille, comme ça été fait par certains pays tels que le Chili, la Palestine et autres.

Une fois la possibilité de création est démontrée, nous avons procédé à une simulation de l'évolution d'un fonds algérien de petite taille (deux milliards de dollars au départ), supposé créé en 2000 et recevait chaque année la même somme, puis multiplié ces capitaux par un taux de croissance annuel. Ce dernier a été choisi sur la base d'un taux de croissance annuel du fonds palestinien (avec un taux 2.8% qui est un fonds de très petite taille). Les résultats ont montré que si le fonds a été créé en 2000, il aurait cumulé près de 48.304 milliards USD en 2019, le capital serait de 38 milliards USD en 2018 à lequel on rajoute un rendement 10.304 milliards USD durant cette même période. Ces résultats vont à l'encontre de la stratégie conservatrice tant vantée par la Banque d'Algérie. Ces résultats nous permettent donc d'infirmer notre troisième hypothèse.

Tout travail de recherche est soumis à l'autocritique. À cet effet, nous jugeons que les résultats de notre travail doivent être considérés à la lumière des limites de la recherche. Celles-ci tiennent à la faiblesse du nombre de cas utilisés dans notre étude en se limitant à quatre fonds. En effet, le nombre de fonds souverains à travers le monde dépasse quarante mais nous sommes heurtés au problème d'indisponibilité d'informations. Les cas de fonds choisis sont très connus, car très actifs sur les marchés internationaux et très suivis par la presse internationale.

Les limites de notre travail tiennent aussi au manque d'informations sur les placements des réserves de change algériennes par la Banque d'Algérie. À ce sujet, nous avons constaté que mis à part les placements dans la dette américaine, que nous avons pris comme base de critique de la stratégie d'investissement de ladite banque centrale, au côté de leurs importante chute depuis 2015, aucune autre information n'est disponible.

Néanmoins, ces limites pourraient constituer des perspectives de recherches futures, pour enrichir ce domaine. Ajoutant à cela d'autres pistes à explorer telles que : premièrement, l'étude des fonds souverains de petites tailles créés à partir de moins d'un milliards USD. Après quelques années, leurs actifs ont été multipliés par plus de 100%. Leur mode de fonctionnement et stratégies d'investissement, pourraient servir d'exemple pour un éventuel fonds souverain algérien. Deuxièmement, dans l'éventualité où un fonds souverain algérien est créé, nous avons tenté de proposer quelques pistes d'investissement qui pourraient être intéressantes :

- L'investissement dans les obligations à moyen terme, plus rémunératrices que les obligations à court terme ;
- Dans un environnement où les taux d'intérêt sont historiquement bas, voir négatifs sur les marchés obligataires des pays occidentaux, il est nécessaire donc de se tourner vers d'autres pays qui offrent des taux relativement positifs tel que la Chine.
- Investir dans les actions des entreprises des pays développés et même émergents pour avoir non seulement des gains financiers, mais aussi pouvoir négocier des partenariats dans différents domaines économiques qui permettraient un transfert de technologie, une formation de la main d'œuvre locale et la création d'entreprises ;
- L'accompagnement des entreprises algériennes des différents secteurs (agroalimentaire, électronique, produits pharmaceutiques.) dans leur processus d'internationalisation, notamment celles qui visent le marché africain ;
- Enfin, un fonds souverain pourrait se charger de la gestion des prêts non performants faits aux entreprises algériennes.

Bibliographie

Bibliographie

Ouvrages :

- Albouy. M (2002), Les grands Hauteurs en Finance, édition EMS, Caen.
- Bertin Delacour. C (2009), Les fonds souverains, les nouveaux acteurs de l'économie mondiale, Edition les Echos, Paris.
- Bouteiller. C, Karyotis. C (2015), L'essentiel du private equity et des LBO, édition Gualino, Paris.
- Broquet. C, Cobbaut .R, Gillet. R, Von Den Berg. A (1997), Gestion de portefeuille, De Boeck& Larcier S.A, Paris.
- Castelli. M, Scacciavillani. F (2012), The new economics of sovereign wealth funds, edition John Wiley & Sons, New Jersey.
- Clauss. P (2011), Gestion de portefeuille : une approche quantitative, éditions DUNOD, Paris.
- Cleary. S, Malleret. T (2006), « Risque : Perception, Evaluation, Gestion », édition Maxima, Paris.
- Cummine. A (2016), Citizen's wealth: why (and how) sovereign's funds should be managed by people for the people, Yale University Press, London.
- Ferri. R (2010), All About Asset Allocation, second edition, Mc Graw-Hill, New York.
- Gallais-Hamonno. G, (2002), Les grands auteurs en finance », EMS Editions, Caen.
- Henry. G. M, Les Hedges funds (2008), éditions d'Organisation, Paris.
- Herlin. P (2012), Repenser l'économie : Mandelbrot, Pareto, cygne noir, monnaie complémentaire..., les nouveaux concepts pour sortir de la crise, éditions Eyrolles, Paris.
- Hervé .P, (2007), Allocation d'Actifs : Théories et pratiques, Edition Economica, Paris.
- Jacquillat .B, Solnik. B, Perignon. C, (2014), Marchés financiers : Gestion de portefeuille et des risques, Dunod, Paris.
- Lacoste. O (2009), Comprendre les crises financières », Editions d'Organisation, Paris.
- Lacoste. O (2015) "Les crises financières : Histoire, mécanismes et enjeux" 2^{ème} édition, Eyrolles, Paris.
- Lee C.F, Lee. A (2006), Encyclopedia of Finance, Springer, New York.
- Max. B, Micoletau-Marcel. P, Peauget. G, (2012), Le tour de la finance en 10 étapes, édition Dunod, Paris.
- Moroux.F (2010), Finance de marché, Pearson Education France, Paris.
- Ogien. D (2010), Pratique des marchés financiers, 3^{ème} édition, Dunod, Paris.
- Pfister. C, Valla. N, (2015), Les politiques monétaires non conventionnelles, L'Économie mondiale 2016, édition La Découverte, Paris.
- Pompian. M (2006), Behavioral Finance and wealth management, Wiley Finance, New Jersey.
- Puel. J.M (2009), Les fonds souverains, Instruments financiers ou arme politique ?, Édition autrement, Paris.

Schneeweis.T, Crowder.G.B , Kazemi. H (2010), The new science of Asset allocation. Risk management in a multi-asset world, Wiley Finance, New Jersey.

Shleifer, A (2000), Inefficient Markets, An Introduction to behavioural finance, Oxford University Press, London.

Snopek. L. (2010), Guide complet de construction et gestion de portefeuille, édition Maxima, Paris.

Susskind. A (2005), La finance comportementale, Edition Larcier, Bruxelles.

Swensen. D (2009), Gestion de portefeuilles institutionnelles », édition Maxima, Paris.

Taleb. N. N (2012), Le Cygne Noir : La puissance de l'imprévisible, édition Les Belles Lettres, Paris.

Thomas. P, Romanet-Perroux .A (2012), Finance de l'immobilier, RB édition, Paris.

Mémoires et Thèses

Bouchakour. S (2010), Création et gestion des fonds d'investissement : Cas des fonds souverains, Mémoire de Magistère Université Mouloud Mammeri Tizi Ouzou.

Point. P (2012) : « Développement durable et patrimoine naturel : comment rendre durable le revenu d'une ressource non renouvelable » dans Cantuarias- Villessuzanne, Thèse de doctorat, Université Bordeaux IV.

Articles

Achille. C, Mezui. M, Duru. U, (2013), Holding Excess Foreign Reserves versus Infrastructure Finance: What Should Africa Do? African Development Bank Group Working paper series N° 178.

Agullera. R, Capapé Javier, Santiso Javier, (January 2013), Sovereign Wealth Funds: A strategic governance view, ESADEgeo- CENTER FOR GLOBAL ECONOMY AND GEOPOLITICS.

Allen. M, Caruana. J. (February2008), Sovereign Wealth Funds, IMF, Policy Paper.

Arouri. M, Jawadi. F, Foulquier. P (2009), Impact de la crise sur les coûts du capital : une comparaison internationale de l'évolution de la prime de risque, Revue Gestion 2000.

Anderson. T (June 2010), The Petroleum Fund and Development Strategy in Timor Lest, A Report for Timor Lest's Petroleum Fund Consultative Council, Sidney University.

Baffes. J, Kshirsagar. V (2015), Sources of volatility during oil prices crashes, Policy Research Working Paper 7425, World Bank.

Balding. C, (June 2008), A portfolio analysis of sovereign wealth funds, University of California.

Bauer. A (2014), La gestion des fonds de ressources naturelles : comment assurer des retombées pour tous ? , Natural Resource Government Institute and Columbia Centre on Sustainable Investment, https://resourcegovernance.org/sites/default/files/NRF_Complete_Report_FR.pdf

Bauer. A, (Aout 2014), Règles budgétaires pour les fonds provenant des ressources naturelles, Natural Resource Government Institute and Columbia Centre on Sustainable Investment, https://resourcegovernance.org/sites/default/files/NRF_Complete_Report_FR.pdf.

- Behrendt .S, (October 2008), When Money Talks; Arab Sovereign Wealth Funds in the Public Discourse, Carnegie Endowment For International Peace, n°12.
- Bernstein. S, Lerner. J, Schoar. A (April 2009), The investment strategies of sovereign wealth funds, NBER working paper No.14861.
- Bismuth. R, (2010), Les fonds souverains face au droit international : Panorama des problèmes posés par des investisseurs peu ordinaires, *Annuaire français de droit international*, N°56, pp 567-606.
- Bodie. Z, Brière. M (October 2013), Optimal Asset Allocation: Theory and Practice, Boston University School Asset Management.
- Boer.K, Farrell.D, Figeo.C, Lund.S, Thomson.F, Turner.J (January2008), The coming oil windfall in The Golf, Mckinsey Global Institute.
- Boido. C, Fasano. A (April 2009), Alternative Asset: A comparison between commodities and traditional asset classes, *Icfai university Journal of Derivative Markets*, vol 6, N 02.
- Bortolotti .B (2015), The sky didn't fall, sovereign Wealth funds annual report, <https://www.ifswf.org/sites/default/files/Bocconi%20SIL%202016%20Report.pdf>.
- Bricogne. J, Fournier. J, Lapègue .V, Monso .O (2010), De la crise financière à la crise économique : L'impact des perturbations financières de 2007 sur la croissance de sept pays industrialisé, *Revue Economie et Statistiques*, N°438-440.
- Brown. A, Papaioannou. M, Petrova. I (January 2010), Macrofinancial Linkages of the Strategic Asset Allocation of Commodity Based Sovereign Wealth Funds, IMF working paper No 10/9.
- Campbell. J, Viceira. L (2002), Strategic Asset Allocation: Portfolio Choice for Long Term Investors, <https://www.oxfordscholarship.com/view/10.1093/0198296940.001.0001/acprof-9780198296942>.
- Chouaib. E, Jeanneret .A (2015) "La crise de la dette en Europe", *Revue d'analyse économique*, vol 91, n°4.
- Dewenter .K, Han .X, Malatesta. P, (November 2010), Firm values and sovereign wealth funds' investments, *Journal of Financial Economics*, Volume 98, Issue 2, pp256-278.
- Ducoulombier. F (Décembre 2007), L'investissement et la gestion du risque immobilier en Europe, EDHEC Risk and Asset Management Research Centre.
- Dyck. A, Morse. A (February 2011), Sovereign wealth funds portfolios, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1792850##.
- Ellis. L, (2009), The global financial crisis: causes, consequences and counter measures, Victoria University
- European Central Bank, (2006), The accumulation of foreign reserves », Occasional paper series, N°43.
- Fernandes. N, (February 2009), Sovereign Wealth Funds: Investment choices and implication around the world, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1341692.
- Fleming. M, Liu.W, Near failure of Long Term Capital Management, https://www.federalreservehistory.org/essays/lcm_near_failure.
- FMI (2001), Directives pour la gestion des réserves de change », <https://www.imf.org/external/np/mae/ferm/fra/guiddef.pdf>.

- FMI (2013), Réserves internationales et liquidité en devises,, Directives d'emploi du formulaire type de déclaration des données, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/irfcl/fra/guidef.pdf>.
- Fulconis-Tielens. A (Fevrier 2008), Le positionnement européen et français : Réactions tout azimuth", Revue Banque N° 699, pp 28-31.
- Gosselin. M, Parent. N (2005), An Empirical Analysis of Foreign Exchange Reserves in Emerging Asia , Bank of Canada Working Paper 2005-38.
- Hartwick. J (1976), Intergenerational Equity and the Investing of Rents from Exhaustible Resources, American Economic Review.
- Ibboston.R, Kaplan.P (2000), « Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90 or 100 percent of Performance?, Financial Analyst Journal.
- International Monetary Fund (September 2011), Long Term Investors and Their Asset Allocation, Where are they now?, Global Financial Stability Report, Washington.
- Johan. A.S, Knill. A, Mauck. N (February 2013), Determinants of sovereign wealth funds in private equity vs public equity, Journal of International Business Studies, vol.44.No.2, pp 155-172.
- Kern. S, (October 2008), Sovereign wealth funds and foreign investments policies, Deutsch Bank Research.
- Knill. A, Lee Bang. S, Manck. N, (january2009), sleeping with the enemy or an ounce of prevention: sovereign wealth funds investment and market destabilization, Florida State University.
- Kolanovic. M (2011), Rise of Cross Asset Correlation, Global Equity Derivative& Delta one Strategies, JPMorgan.
- Kotter. J, Lel. U, (August 2008), Friends or Foes? The stock price impact of sovereign wealth funds acquisition and the price of keeping secrets, www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/.
- Laurent. D, (2013), Les taux d'intérêt : origine et vecteurs de la crise, Marché et Organisation, N°19, pp 165-188.
- Martellini. L, Milhau. V (October 2010), Asset-liability Management Decision for Sovereign Wealth Funds, EDHEC-Risk Institute Publication.
- Moldovan. I (2011), Stock markets correlation: before and during the crisis », Bucharest Academy of Economic Studies.
- Nederland Bank Quarterly bulletin, (2008), Une menace pour la stabilité financière, problèmes économiques n°20.
- Noyer.C (2007), Foreign reserve accumulation-some systemic implication, p1, <https://www.bis.org/review/r071024a.pdf>
- Nurbel .A, Ahamada. I (2008), Investissements directs étrangers entrants et développement : l'enjeu de la capacité d'absorption, Revue Monde en développement, n° 143.
- OCDE, (2008), Fonds souverains et politique des pays d'accueil, <https://www.oecd.org/fr/daf/inv/politiques-investissement/40408832.pdf>.
- Petrov. B, Mantchev. T (January 2009), International foreign exchange reserves, Bulgarian National Bank.
- Ping .X, Chao. C, (June 2009), The theoretical logic of sovereign wealth funds, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1420618.

Plotkin. M (November 2008), Foreign Direct Investment by Sovereign Wealth Funds: Using the market and the committee on foreign investment in the United States together to make the United States more secure”, The Yale Law Journal Pocket Part, <http://thepocketpart.org/2008/11/17/plotkin.html>.

Poncet. P, Portait. R (2009), La théorie moderne du portefeuille : Théorie et applications, <https://www.bm.com.tn/ckeditor/files/showdeclfileres.pdf>

Radon. J, Thaler. J (2008), “Fonds souverains : le retour du capitalisme d’Etat”, Problèmes économiques n°2951.

Rose. N, (2008), Sovereign Wealth Funds, the global private equity landscape survey, <http://www.nortonrose.com/knowledge/publications/2008/pub15287.aspx?page=all&lang=en-gb>.

Sandoval. J, De Paula. I (2011), Correlation of financial markets in times of crisis”, Instituto de Ensino e Pesquisa.

Singh. K, (October 2008), Frequently Asked Questions about Sovereign Wealth Funds, Madhyam and the Corner House.

Solow. R, (1974), Intergenerational Equity and Exhaustible Resources », The Review of Economic Studies, n°5, volume 41, pp (29-45).

Stilwell. A, Chopra. G.S, Funnel. C (Avril 2008), « Selon Zoellick, les fonds souverains doivent investir en Afrique, www.banquemonddiale.org.

Truebestein. M, (2016), Real estate asset and investment management for international investors in Switzerland, <https://austinpublishinggroup.com/business-administration-and-management/fulltext/ajbam-v1-id1010.php>.

Van der Ploeg.F, (2011), Natural Resources: Curse OR blessing? Journal of Economic Literature, 49, pp 366-420.

Textes juridiques :

Journal Officiel n° 37, 28/06/2000

Journal Officiel n° 83, 29/12/2003

Journal Officiel n° 47, 16/07/2006

Sites web :

www.abh-ace.be

www.adia.ae

www.afdb.org

www.bank-of-algeria.dz

www.beta.data.worldbank.org

www.bloomberg.com

www.china-inv.cn

www.douane.gov.dz

www.fao.org

www.fni.dz

www.global.rates.com

www.hacienda.cl

www.imf.org

www.mubadala.com

www.nbim.no

www.opec.org

www.pif.ps

www.preqin.com

www.reuters.com

www.swfinstitute.org

www.ticdata.treasury.gov

www.treasurydirect.org

www.worldbank.org

www.Dalloz-actualité.fr

www.global.rates.com

www.ft.com

www.wsj.com

Annexes

Annexes

Annexe n°1

Classement des fonds souverains selon l'indice Linaburg-Maduell (2016)

Pays	Fonds souverain	Indice Linaburg-Maduell
Nouvelle Zelande	Superannuation Fund	10
panama	Fondo De Ahorro de Panama	10
Norvège	Government Pension Fund Global	10
USA	Alaska Permanent Fund	10
Australie	Future Fund	10
Azerbaïdjan	State Oil Fund	10
Canada	Alberta Heritage Savings Trust Fund	10
Irlande	National Pension Reserve Fund	10
Singapour	Temasek Holdings	10
Bahrein	Mumtalakat Holding Company	10
Emirats Arabes unies	Mubadala Development Company	10
Kazakhstan	Samruk Kazyna JSC	10
Chilie	Economic and Social Stabilization Fund	10
Corée du sud	Korea Investment Corporatin	9
USA	New Mexico State Investment Office Trust Funds	9
USA	Permanent Wyoming Mineral Trust	9
Malaisie	Khazanah National	9
Emirats Arabes Unis	International Petroleum Investment Company	9
Nigeria	Nigerian sovereign Investment Authority	9

Annexes

USA	Alabama Trust Fund	9
Brésil	Sovereign Fund Of Brazil	9
Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment portfolio	8
Timor Leste	Timor-Leste Petroleum Fund	8
Trinidad et Tobago	Heritage and Stabilization Fund	8
Angola	Fondo Soberano de Angola	8
Chine	China Investment Corporation	8
Kuwait	Kuwait Investment Authority	6
Singapore	Government of Singapore Investment Corporation	6
Emirats Arabes Unies	Abu Dhabi Investment Authority	6
Botswana	Pula Fund	6
Qatar	Qatar Investment Authority	5
Russie	National Welfare Fund	5
Iran	National Development Fund	5
Vietnam	State Capital Investment Corporation	4
Arabie Saoudite	SAMA Foreign Holdings	4
Mexique	Fondo Meicano Del Petroleo	4
Oman	State General Reserve Fund	4
Algérie	Fonds de Régulation des Recettes	1
Brunei	Brunei Investment Agency	1
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	1
Mauritanie	National Fund for Hydrocarbon Reserves	1

Source : www.swfinstitute.org , 11/7/2017

Annexe n°2

Les principes de Santiago

1. Le cadre légal des fonds souverains doit être sain et doit promouvoir leur bon fonctionnement et la réalisation des objectifs qui leur ont été assignés ;
2. La finalité de la politique du fonds souverain doit être clairement définie et rendue publique ;
3. Lorsque les activités des fonds souverains ont une forte incidence macroéconomique interne, ses activités doivent être étroitement coordonnées avec celles des autorités monétaires et budgétaires locales, afin de veiller à sa concordance avec la politique macroéconomique générale ;
4. L'approche générale des opérations de financement, de retrait et de dépenses du fonds souverain doit être soumise à des politiques, règles, procédures et dispositifs clairement établis et relevant du domaine public ;
5. Les données statistiques pertinentes du fonds souverain doivent être communiquées au temps voulu à son propriétaire, et à toutes les entités désignées à cet effet pour insertion dans les séries de données macroéconomiques ;
6. Le cadre de gouvernance du fonds souverain doit être sain et prévoit une distinction précise et effective des rôles et attribution qui favorisent la responsabilisation et l'indépendance opérationnelle de la direction du fonds ce qui lui permettra de poursuivre ses objectifs ;
7. Le propriétaire doit fixer les objectifs du fonds souverain, nommer le (es) membre (s) de son/ses organe(s) directeur (s) qui exercent une supervision sur les opérations du fonds selon des procédures clairement définies ;
8. Le(s) organe(s) directeur(s) doit agir dans l'intérêt du fonds, doit avoir un mandat explicite ainsi que les attributions et les compétences nécessaires pour s'acquitter de ses/leurs fonctions ;
9. La gestion opérationnelle des fonds souverains doit consister à appliquer leurs stratégies de manière indépendante avec des attributions clairement définies ;
10. Le cadre de responsabilisation des opérations du fonds doit être clairement établi dans les domaines relatifs à la législation ;

11. Un rapport annuel et les Etats financiers relatifs aux opérations aux performances des fonds souverains doivent être établis en temps voulu et de façon régulière, conformément aux normes comptables nationales et internationales reconnues ;
12. Les opérations et Etats financiers du fonds doivent être régulièrement l'objet d'un audit annuel, conformément aux normes internationales d'Audit reconnues
13. 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 ;
14. Les transactions avec les 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 ;
15. Les opérations et activités des fonds souverains dans un pays d'accueil doivent s'effectuer conformément à la réglementation en vigueur et aux obligations de communication de l'information financière du pays ;
16. Le cadre de gouvernance et les objectifs, le degré d'autonomie opérationnelle de la direction du fonds souverain par rapport au propriétaire doivent être rendus publics ;
17. L'information financière pertinente doit être rendue publique pour attester son orientation économique et financière, afin de contribuer à la stabilité des marchés financiers internationaux et rassurer les pays d'accueil ;
18. La politique d'investissement du fonds doit être explicite et conforme aux objectifs, au niveau de la tolérance au risque et à la stratégie d'investissement arrêtée par le propriétaire et le (s) organe(s) directeur(s) et reposer sur des principes sains de la gestion de portefeuille ;
19. Les décisions d'investissement des fonds souverains 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 ;
20. Le fonds souverain ne doit pas chercher à mettre des informations privilégiées au profit des entités publiques pour concurrencer les entités publiques ;
21. 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 doit rendre publique son approche générale de la sélection des titres d'entités cotées en Bourse, notamment les facteurs clés qui guident l'exercice de son droit de propriété ;

22. Le fonds souverain doit être doté d'un cadre permettant d'identifier, d'évaluer et de gérer les risques inhérents à ses opérations ;
23. La performance des actifs et des investissements du fonds souverain doit être mesurée et communiquées au propriétaire suivant des principes aux normes clairement définis ;
24. Une révision régulière de la mise en place des PPGA doit être effectuée par le fonds souverain ou en son nom.

Annexe n°3

Portefeuille du CIC

Entreprise	Pays
Infrastructure	Infrastructure
AES Corporation	USA
AES-VCM Mong Duong Power	Vietnam
AMR Corporation	USA
Burlington Northern Santa Fe	USA
China Railway Group	Chine
Csx Corporation	USA
Diamond S Shipping	USA
Heathrow Airport Holding Ltd	Grande Bretagne
GCL –Poly Energy Holdings	Hong Kong
Autobahn Tank & Rast Holding	Allemagne
port of Melbourne	Australie
Kumport	Turkey
Horizon Roads	Australie
Matières premières	Matières premières
Anadarko Petroleum Corporation	USA
Anglogold Ashanti Ltd	Afrique du Sud
Atlantic LNG Company	Trinidad and Tobago
BUMA	Indonésie
Chenièrre Energy	USA
Chesapeake Energy Corporation	USA
GDF Suez	France
Fortescue (obligations)	Australie
Freeport-Mc Moran Copper &Gold	USA
Gold fields ltd	Afrique du Sud
Iron Mining International	Hong Kong
JSC Kaz Munai Gas Exploration And Production	Kazakhstan
Kinross Gold Corp	USA
Noble Oil Group	Russie
Uralkali	Russie
Peace River Oil Partnership	Canada
Penn West Energy's Bitumen Asset	Canada
Polyus Gold	Russie
PT Bumi Resource	Indonésie
Shanduka Group	Afrique du Sud
Smith International Inc	USA
South Gobi Energy Resource	Canada
Paladin Energy	Australie
Sunshine oilsands	Canada
Teck Resources	Canada

Annexes

Tesoro Corporation	USA
Valero Energy Corporation	USA
Immobilier	Immobilier
General Growth Properties	Japan
Global Logistic Properties	Brésil
Global Logistic Properties	Australie
Goodman Group	Grande Bretagne
Winechester House	Grande Bretagne
Investa Property Group	Australie
1 New York Plaza	USA
Manhattan west project	USA
Chiswick Park project	Grande Bretagne
Songbird Estate Limited	Grande Bretagne
Finance	Finance
Agricultural Bank of China	Chine
American International Group (AIG)	USA
Bank of America	USA
Blackrock Inc	USA
Blackstone	USA
BTG Pactual	Chine
Bank of China	Chine
China Construction Bank	Chine
China Development	Chine
CitiGroup	USA
Comerica Inc	USA
Fidelity National Financial	USA
Hartford Financial Service	USA
Health Net Inc	USA
Industrial and Commercial bank of China	Chine
Key Corporation	USA
Lincoln National Corporation	USA
MetLife	USA
Morgan Stanley	USA
Moscow Exchange	Russie
New York Community Bancorp Inc	USA
United Health Group	USA
Visa	USA
Russia-China Investment Fund (FCIF)	Russie
Aetna Inc	USA
Wells Fargo & co	USA
Industrie	Industrie
Abbott Laboratories	USA
American Eagle outfitters	USA

Annexes

Apple Inc	USA
Arcelor Mittal	Luxembourg
Changsha Zoomlion Heavy Industry Science & Technology Development	Chine
Coca Cola	USA
Cumins Inc	USA
DR Horton Inc	USA
Eli Lilly	USA
Good year Tire & Rubber Company	USA
Ingersoll-Rand	Irlande
Johnson & Johnson	USA
KLA-Tencor Corporation	USA
MEMC Electronic Materials Inc	USA
Merck&Co, Inc	USA
Motorola	USA
Navistar International Corporation	Suisse
Noble Corporation	USA
Pfizer	USA
Potash Corp Sask Inc	Canada
Precision Castparts Corporation	USA
Pulte Homes Inc	Chine
Semiconductor Manufacturing International Corporation (SMIC)	USA
Terex Corporation	USA
Textron Inc	USA
Weatherford International	USA
Services	Services
Expedito International	Singapour
Grabtaxi Holdings Pte, Ltd	USA
Celsius Retail portfolio	France-Belgique
Eutelsat Communication	France
Blackberry	Canada
Kar Auction Services Inc	USA

Annexe n°4

Portefeuille de QIA

Entreprise	Pays
Infrastructure	Infrastructure
Gatwik Airport	Grande Bretagne
Energias	Portugal
German Solar Panel Company	Allemagne
Heathrow Airport holding	Espagne
HK Electric	Hong Kong
Iberdrola	Espagne
Veolia	France
Suez environment	Qatar
Pulkovo Airport	Russie
Vistra Energy Corp	USA
Matières premières	Matières premières
Centrica PLC	Canada
Petronet LNG	Inde
European Gold field Limited	Grande Bretagne
Qatar-UK Clean Technology Investmen	Grande Bretagne
Pengerang Integrated Petroleum	Malaisie
Heitage Oil	Grande Bretagne
Parque das Conchas Oil field	Brésil
Shell	Grande Bretagne
TOTAL	France
TOTAL E&P's Congo Unit	Grande Bretagne
Xtrata	Suisse
A'Saffa Foods	Oman
Adecoagro	Luxembourg
Clover Down	Australie
Barton Station	Australie
Bindana Downs, Wa	Australie
Bush Food	Inde
Engelefield Plain,NSW	Australie
Gindurra	Australie
Glerdale	Australie
Kaldbro Station	Australie
Old Bundemar,NSW	Australie
Raby Stud,NSW	Australie
Tapleys and Garra	Australie
Telopea Downs Station	Australie
Urawilkie,NSW	Australie
Yupiri, Wa	Australie
Senwan Pakistan	Pakistan
Qatari-tunisian food company	Tunisie

Annexes

Zulal Oasis	Qatar
Mahassel	Qatar
Roza Hassad	Qatar
Immobilier	Immobilier
Berkeley	Grande Bretagne
Buddha-Bar hotel	France
Chiva-Som	Thailande
Claridge	Grande Bretagne
Connaught	Grande Bretagne
Costa Smeralda	Italie
Excelsior hotel	Italie
Fairmont Raffles Holding International	Canada
Grand hotel Baglioni	France
Hôtel du Louvre	Italie
Hôtel Gallia	Pays Bas
International Amstel	Italie
International de la ville de Rome	Allemagne
International Frankfurt	France
International Carlton	Espagne
International Madrid	Grande Bretagne
International Park Lane Hotel	France
Le concorde Lafayette	France
Le Royal Monceau-Raffles	France
Majestic	France
Palais de la Méditerranée	France
Royal Savoy hotel	Grande Bretagne
Savoy	Suisse
Schweizerhof hotel	Monte Carlo
Société de bains de mer de Monté Carlo	Maroc
Tazi Palace	France
The Peninsula	Grande Bretagne
Song bird Estate	Grande Bretagne
Shards	Italie
Porta Nuova	Grande Bretagne
London Olympic Athlete's Village	Grande Bretagne
Four Season Health Care	Espagne
Colonial (Spanish Real Estate Company)	Grande Bretagne
Chelsfield Partners LLP	Grande Bretagne
Chelsea Barraks	Grande Bretagne
Canary Wharf Group	Grande Bretagne
Empire State Realty Trust	USA
Siège social de BNP PARIBAS	Italie

Annexes

Siège social du Credit Suisse	Italie
Hotel Lambert	France
Immeuble Virgin	France
Immeuble DU Figaro	France
Immeuble de HSBC	France
Hotel Landolfo Carcano	France
Hotel Colonial	Espagne
Hotel W	Espagne
Conrad Washington	USA
Hotel Kinsky	France
Sociedad International Marina Terraco	Espagne
Hotel Crillon	France
Hotel D'Evreux	France
Grosvenor square	Grande Bretagne
Maya Luxury Resort	Seychelles
Yangzijiang ship building	Chine
Nicosia property development	Chypre
Barwa Real Estate Company	Qatar
Cayo largo del sur	Cuba
Qatar Diar Brazil Property Fund	Bresil
Brookfield Property LP	USA
Empire Realty Trust, Inc	USA
Finance	Finance
Alpha Bank	Grece
American Express & co	USA
Banco Santander Brazil	Brésil
Bank of America Corp	USA
QIA et l'entreprise bulgare « Industrial Zone »	Bulgarie
PrimusPacific Prtner	Hong kong
Aventicum Capital Management(QIA-Crédit Suisse	Suisse
QIA et le gouvernement indonésien	Indonésie
QIA-CITIC Group	Chine
Barclays	Grande Bretagne
Citigroup	USA
Commercial Bank of China	Chine
Crédit Suisse	Suisse
Deutsche Bank	Allemagne
Al Ahli Bank	Qatar
Al Rayan Bank	Qatar
Qatar National Bank	Qatar
Doha Bank	Qatar
Qatar Islamic Bank	Qatar

Annexes

London Stock Exchange	Grande Bretagne
OMX	Suède
Fortress Investment Group	USA
Qatar exchange	Qatar
SoFi	USA
The Dun & Bradstreet Group	USA
Industrie	Industrie
Qatari diar-Vinci	Qatar
hochtief et Lusail Real Estate (une filiale de Qatari Diar)	Qatar
Bellway Plc	Grande Bretagne
Cadbury-Shweppes	Grande Bretagne
EADS	UE
Fisker Automotive	USA
General Motors	USA
Hochtief	Allemagne
LVMH	France
Samsung Electronics	Corée du sud
Siemens	Allemagne
Tiffany & Co	USA
Vinci	France
Volkswagen	Allemagne
Homology Medecines	USA
Codiak Bioscience	USA
Rubius Therapeutics	USA
Gigamon INC	USA
Fousquare Inc	USA
Thoughtspot Inc	USA
Service	Service
Corte Ingles	Suisse
Dufry AG	Inde
Flipkart.com	Inde
Harrods	Grande Bretagne
Inalca Spa	Italie
Life style International	Hong Kong
Vente privée.com	fRANCE
Imagination Technologies Group	Grande Bretagne
Miramax film	USA
Uber technologies	USA
Orange	France
Blackberry	Canada
Chermin Group	USA
Vivendi	France
Turkuvase	Turkye
being sport	France
Club Paris Saint Germain handball	France

Annexes

Club Paris Saint Germain	France
Lagardère	France
QIA, Macquarie Capital, Blackrock, Certatres LP et American Express Company	USA
Luckin Coffe	Chine
D2iQ	USA
GRAIL INC	USA

Annexe n°5

Portefeuille d'ADIA

Entreprise	pays
Infrastructure	Infrastructure
Gatwik Airport	Grande Bretagne
Gassled	Inde
Renew Power	Inde
Transgrid electricity Network	Australie
Port Botany	Australie
Port Kempla	Australie
Fenix Power Peru	Pérou
Autobahn Tank & Rast Holding	Allemagne
SGN	Grande Bretagne
US warehouses	USA
Immobilier	Immobilier
Annington	Allemagne
Toll Brother	USA
DOLY (Docks Lyonnais SA)	France
The Home of London Metropolitan Police, New Scotland Yard	Grande Bretagne
42 REGIONAL Mariott Hotels	Grande Bretagne
The London Lanesborough	Hong Kong
Grand Hyatt Hong Kong	Hong Kong
Renaissance Harbour View	Hong Kong
Hyatt Regency Hong Kong Hotel	Grande Bretagne
Maryott managed properties	Grande Bretagne
Maybourne Hotel Group	Grande Bretagne
Hakkasam & Yanatch Restaurant	Grande Bretagne
QIA - Ascott limited	Australie
Fizzy living	Grande Bretagne
TAHL (TourismAsset Holding Limited)	Australie
Sturegallerian	Suède
Finance	Finance
Banque de Tunisie et des Emirats	Tunisie
Arab Banking Corporation	Tunisie
Tunisian Bank	Tunisie
Reliance Capital Limited	Inde
Citigroup	USA

Shriram Transport Finance Company	Inde
Housing Development Finance Corporation Limited	USA
Ares Management	USA
Sorouh	Abu Dhabi
Apollo management	USA
Leasing& Financial Services	Inde
LGC Group	Grande Bretagne
Domestic & Generals Group	Grande Bretagne
Industrie	Industrie
Toll Brother	USA
Eurobindo pharma	Inde
Ashock Leyland Limited	Inde
Divi's Laboratories Limitedc	Inde
Dr Reddy's Laboratories Limited	Inde
Piramal Enterprises Limited	Inde
Larsen &Toubro Limited	Inde
Sun Pharmaceuticals Industries Limited	Inde
Alkem Laboratories	Inde
Nestlé Skin Health	Suisse
Thyssenkrupp Elevator	Allemagne
Services	Services
Queensmere shopping centre	Grande Bretagne
Mediaset	Italie

Annexe n°6

Portefeuille de Mubadala

Entreprise	Pays
Infrastructure	Infrastructure
Abu Dhabi Telemedecine Centre	Abu Dhabi
Capital Health Screening Centre	Abu Dhabi
Cleveland Clinic Abu Dhabi	Abu Dhabi
Health point (hospital)	Abu Dhabi
Imperial College London Diabetes Centre	Abu Dhabi
National Reference Laboratory	Abu Dhabi
Al Rusail Independant Power	Oman
Barka 2 Independent Water & Power Project	Oman
Shariket Hadjret En Nous	Algérie
Tabreed National Central Cooling Company Pjsc	AUE
London Arry	Grande Bretagne
Shams 1	Abu Dhabi
Torresol Energy	Espagne
Abu Dhabi Terminals	Abu Dhabi
Paris Sorbonne University –Abu Dhabi	Abu Dhabi
Zayed University	Abu Dhabi
Masdar Institue of Science and Technology	Abu Dhabi
Tawam Molecular Imaging Centre	Abu Dhabi
Oasis International Power	MENA
Gulf Energy Maritime (GEM)	Egypte
SUMED (Arab Petroleum Pipeline Compny)	Abu Dhabi
Matières premières	Matières premières
Emirates Global Aluminium	EAU
Minas de Aguas Tenidas(MATSA)	Espagne
Sociedad Minera de Santander- Minesa	Colombie
Dolphin Energy	Ras Laffan, Abu Dhabi et Qatar
Emirates LNG	Abu Dhabi
Jasmine	Thaïlande

Manora Oil Field	Thaïlande
Nong Yao Oil Field	Thaïlande
Ruby Gas Field	Indonésie
Tatweer Petroleum	Bahrein
Cepsa	Espagne
Duqm Refinery	Oman
EDP (Energias De Portugal)	Portugal
Oil search	Papua Nouvelle Guinée
OMV	Autriche
Gulf Energy Maritime	Dubai
Cosmo Oil	Japan
PARCO (PARC ARAB REFINERY LTD)	Pakistan
Immobilier	Immobilier
Abu Dhabi Global Market Square	Abu Dhabi
Al Mariah Island	Abu Dhabi
Iskandar Holding	Malaisie
Roswood Abu Dhabi	Abu Dhabi
Zayed Sport City	Abu Dhabi
Aldar Properties	Abu Dhabi
Related Company	USA
Vicery hotel	USA
Finance	Finance
Abu Dhabi Finance (société de prêts hypothécaires)	Abu Dhabi
Verno Capital	Russie
Dunia Finance	Abu Dhabi
Mesirow Investment Management Partners	Abu Dhabi
Mubadala GE Capital	Abu Dhabi
Mubadala Infrastructure Partners	Abu Dhabi
Carlyle Group	Suisse
Sanad	Luxembourg
The Rain Group LLC	USA
Unicredit	Suisse
Falcon Private Bank	Suisse
QADIC (Qata Abu Dhabi Investment Company)	Qatar-Abu Dhabi
Alizz Islamic Bank	Oman
Industrie	Industrie
Advanced Micro Devices (AMD)	USA
Global Foundaries	Abu Dhabi
Nibras Al Ain Aerospace Park	Italie
Piaggio Aerospace	Suisse
SR Technics	Abu Dhabi

Strata	Abu Dhabi
Turbine Services & Solutions Aerospace	Abu Dhabi
Banvit	Turquie
Arabtec Construction	Abu Dhabi
Borealis	Autriche
CHEMANEYAAT	Abu Dhabi
Nova Chemicals	Canada
Waymo	USA
Service	Service
Cognit	Abu Dhabi
Injazat Data Systems	Abu Dhabi
Damballa	Abu Dhabi
Du	Abu Dhabi
Khadamat	Abu Dhabi

Liste des tableaux et Figures

Liste des tableaux

- Tableau n°1 : Répartition des fonds souverains selon la source de financement et objectif
- Tableau n°2 : Les plus grands fonds souverains au monde
- Tableau n°3 : Les déterminants des avoirs en réserves
- Tableau n°4 : Les investissements des fonds souverains dans le secteur financier occidental
- Tableau n°5 : Les investissements des fonds souverains dans le secteur agricole
- Tableau n°6 : Les principes de Linaburg-Maduell
- Tableau n°7 : Les taux d'intérêts actuels des banques centrales de quelques pays développés
- Tableau n°8 : Evolution du portefeuille du CIC (2008-2017)
- Tableau n°9 : Evolution du portefeuille du GPF-G (2008-2017)
- Tableau n°10 : Quelques investissements des fonds souverains après la crise
- Tableau n°11 : Les investissements des fonds souverains avant et après la chute des prix du pétrole
- Tableau n°12 : Les retraits des fonds souverains suite à la chute du prix du pétrole et la crise sanitaire
- Tableau n°13 : Corrélation des classes d'actifs avec l'inflation réalisée
- Tableau n°14 : Hausse des niveaux de corrélation pour les actions, crédits, devises, taux d'intérêt et matières premières.
- Tableau n°15 : La classification des différents actifs financiers en fonction de leur niveau de risque
- Tableau n°16 : La classification d'actifs de CaLPERS
- Tableau n°17 : La classification d'Alaska Permanent Fund Corporation
- Tableau n°18 : Les caractéristiques du portefeuille global
- Tableau n°19 : Composition du portefeuille
- Tableau n°20 : Performance du portefeuille global du CIC
- Tableau n°21 : Evolution des échanges extérieurs algériens (2012-2018)
- Tableau n°22 : Taux de couverture des importations par les exportations
- Tableau n°23 : Situation du FRR en milliards DA
- Tableau n°24 : Participation du FNI dans des entreprises
- Tableau n°25 : Les placements algériens dans les titres du Trésor américain en millions DA.
- Tableau n°26 : Caractéristiques de certains fonds souverains

Tableau n°27 : Taux de couverture des importations durant la période (2000-2018)

Tableau n°28 : L'évolution de l'endettement extérieur de l'Algérie

Tableau n°29 : L'évolution des ratios Greenspan-Guidotti et Brown pour l'Algérie (2000-2018)

Tableau n°30 : Situation des actifs acquis de certains fonds souverains de petite taille en 2019

Tableau n°31 : Evolution du fonds proposé et ses rendements annuels (simulation) en milliards USD

Liste des Figures

Figure n°1 : L'évolution du montant des actifs sous gestion des fonds souverains en milliards USD (2012-2019)

Figure n°2 : Répartition géographique des fonds souverains dans le monde

Figure n°3 : Evolution du nombre de fonds souverains sur différentes périodes

Figure n°4 : Evolution du niveau des réserves de change mondiales en milliards USD (2010-2018)

Figure n°5 : Evolution des réserves mondiales par trimestre

Figure n°6 : Composition en devises des réserves de change internationales (novembre 2019)

Figure n°7 : Evolution du prix moyen du pétrole (2005-2013)

Figure n°8 : Evolution des exportations d'hydrocarbures des pays de l'OPEP en milliards USD (2006-2018)

Figure n°9 : Evolution de la part des exportations asiatique dans le monde

Figure n°10 : Evolution de la croissance mondial

Figure n°11 : Evolution des taux d'inflation mondiaux

Figure n°12 : Evolution des taux d'inflation (USA, Japon, zone euro, Grande Bretagne)

Figure n°13 : Evolution du taux d'intérêt de la Federal Reserve Bank

Figure n°14 : Evolution des taux d'intérêt de la BCE

Figure n°15 : La frontière efficiente

Figure n°16 : La loi normale en finance

Figure n°17 : Comparaison des performances par classes d'actifs

Figure n°18 : Le cadran des investissements

Figure n°19 : L'effet de la diversification

Figure n°20 : Fluctuations des taux de croissance de l'économie chinoise

Figure n°21 : Composition du portefeuille du CIC le 31/12/2018

Figure n°22 : Composition du portefeuille du CIC par secteur d'activité

Figure n°23 : Les actifs de Mubadala Investment Company

Figure n°24 : Allocation en différentes classes d'actifs

Figure n°25 : Le poids des classes d'actif dans les portefeuilles des fonds

Figure n°26 : Investissement domestique vs étranger

Figure n°27 : Allocation d'actif par région géographique

Figure n°28 : Allocation d'actif par secteur d'activité

Figure n°29 : Allocation d'actif par secteur et zone géographique

Figure n°30 : Objectifs rendement vs stratégie au sein des portefeuilles des FS

Figure n°31 : Evolution du PIB algérien

Figure n°32 : Taux de croissance du PIB en algérien (2000-2018)

Figure n°33 : Pourcentage des évolutions des échanges extérieurs algériens

Figure n°34 : Evolution des prix moyen du Sahara Blend

Figure n°35 : Part des hydrocarbures dans les exportations algériennes

Figure n°36 : Evolution des niveaux des réserves de change en Algérie en milliards USD

Figure n°37 : Déficit du solde du Trésor vs prélèvements du FRR

Figure n°38 : Participation du FNI par secteur d'activité

Figure n°39 : Les placements de quelques pays dans les titres du Trésor américain en millions USD en décembre 2018

Figure n°40 : Fonctionnement d'un fonds de ressources pétrolières et minières

Figure n°41 : Evolution des taux d'intérêt moyen de la dette américaine

Figure n°42 : Les taux de croissance de certains pays africains

Table des matières

Table des matières

Introduction générale	01
Chapitre I : Aperçu général sur les fonds souverains	06
Section 1 : Présentation des fonds souverains	06
1.1. Définition et caractéristiques	06
1.2. Les types de fonds souverains	09
1.2.1. Selon la source de financement	09
1.2.1.1. Les fonds de matières premières	09
1.2.1.2. Les fonds hors matières premières	09
1.2.2. Selon l'objectif	09
1.2.2.1. Les fonds de stabilisation	09
1.2.2.2. Les fonds d'épargne pour les générations futures	09
1.2.2.3. Les fonds de réserves pour les retraites	09
1.2.2.4. Les fonds de développement	10
1.3. Taille et nombre de fonds souverains	11
1.4. Emergence et évolution historique des fonds souverains	13
Section 2 : Les facteurs ayant permis l'apparition des fonds souverains	16
2.1. L'accumulation des réserves de change	16
2.1.1. Notion de réserves de change	17
2.1.1.1. Définition des réserves de change	17
2.1.1.2. Gestion des réserves de change	18
2.1.1.3. Niveau des réserves de change internationales	18
2.1.1.4. Niveau optimal des réserves de change	20
a) Les déterminants macroéconomiques des réserves de change	21
b) Les mesures du niveau adéquat des réserves de change	22
2.1.2. Les facteurs d'accumulation des réserves de change	23
2.1.2.1. Le boom des prix des matières premières	23
2.1.2.2. Le modèle économique axé sur les exportations	25
2.2. Les raisons du transfert des réserves de change vers les fonds souverains	25
2.2.1. La gestion de la ressource naturelle	25
2.2.2. Le transfert de la richesse aux générations futures	26
2.2.3. Les contraintes d'absorption	27
2.2.4. Les problèmes posés par des réserves de change importantes	28
2.3. Les défis futurs des pays	29
2.4. La mondialisation	30
Chapitre II : Les fonds souverains face aux instabilités internationales	32
Section 1 : Les fonds souverains durant la crise financière de 2008	32
1.1. Les investissements des fonds souverains	32
1.1.1. Dans les institutions financières internationales	32
1.1.2. Dans les actifs agricoles	33
1.2. Les réactions internationales à la montée en puissance des fonds souverains	34
1.2.1. Aperçu des différentes réactions	35
1.2.1.1. Réactions des organismes internationaux	35
1.2.1.2. Réactions des entreprises et marchés	36
1.2.2. Les critiques adressées aux fonds souverains	37
1.2.2.1. Manque de transparence	37
1.2.2.2. Menace pour les entreprises	38
1.2.2.3. Investissements à motivations politiques	38

1.2.3. Les dispositions prises par les pays d'origine et hôtes des fonds souverains	39
1.2.3.1 Les pays hôtes	39
a) Les Etats Unis	39
b) L'Australie	40
c) L'Allemagne	40
d) La France et la Grande Bretagne	41
1.2.3.2. Les principes de Santiago	41
Section 2 : Les fonds souverains après la crise financière de 2008	42
2.1. Etat de l'économie mondiale après la crise	42
2.1.1. La récession mondiale	42
2.1.2. Des taux historiquement bas	45
2.2. Investissements des fonds souverains durant cette période	47
2.3. Les fonds souverains et la chute des prix du pétrole	48
Chapitre III : L'allocation d'actifs : principes de base	53
Section 1 : Aperçu général sur l'allocation d'actifs	53
1.1. L'allocation d'actifs : définition et typologie	53
1.2. Définition de l'allocation d'actifs	53
1.3. Les types d'allocation d'actifs	54
1.3.1. L'allocation d'actifs stratégique	54
1.3.2. Le market timing	55
1.3.3. L'allocation tactique	55
1.2. Les fondements théoriques de l'allocation d'actifs	56
1.2.1. La théorie moderne du portefeuille	56
1.2.2. Les critiques de la théorie	59
1.2.2.1. Les données historiques	59
1.2.2.2. La loi normale	60
1.2.2.3. L'efficience des marchés	62
Section 2 : La sélection d'actifs	65
2.1. Définition d'une classe d'actifs	65
2.2. Principes de base de l'allocation d'actifs	66
2.2.1. Les fondamentaux des actifs	67
2.2.1.1. Les actions	67
a) Les actions de croissance	67
b) Les actions de valeur	67
c) Les actions défensives	67
d) Les blue ship	67
2.2.1.2. Les obligations	67
a) Les obligations d'Etats	68
b) Les obligations du secteur privé	68
2.2.1.3. L'immobilier	68
a) L'investissement immobilier direct	68
b) L'investissement immobilier indirect	68
2.2.1.4. Les matières premières	69
2.2.1.5. Les placements monétaires	69
2.2.1.6. Les hedges funds	69
a) Les stratégies basées sur les évènements économiques	70
b) Les stratégies basées sur la valeur	70
2.2.1.7. Les participations privées	70
a) Le capital risque	71

b) Le LBO	71
2.2.2. Le rendement réel	71
2.2.3. La corrélation entre les actifs	74
Chapitre IV : L'évolution de l'allocation d'actifs	77
Section 1 : La gestion du risque	77
1.1. Définition du risque	77
1.2. Mesures du risque	78
1.2.1. L'écart-type	78
1.2.2. Le bêta	79
1.2.3. La Value at Risk	79
1.3. Structure du risque des différentes classes d'actifs	79
1.3.1. Le risque des obligations	79
1.3.2. Le risque des actions	81
1.3.3. Le risque immobilier	81
1.3.4. Le risque des matières premières	81
1.4. Gestion du risque	81
1.4.1. La diversification	82
1.4.2. Le rééquilibrage du portefeuille	83
1.4.3. La couverture par les produits dérivés	83
1.4.3.1. Les contrats à terme de type Forward	83
1.4.3.2. Les contrats à terme de type Futures	84
1.4.3.3. Les options	84
1.4.3.4. Les contrats d'échange (Swap)	85
1.4.3.5. Les dérivés de crédits	85
a) Credit Default Swap (CDS)	85
b) Collateralized Debt Obligation (CDO)	85
Section 2 : L'allocation d'actifs à l'épreuve des crises financières	86
2.1. Définition des concepts liés à la crise	86
2.1.1. La crise financière	86
2.1.2. Crise systémique	86
2.1.3. Bulle spéculative	87
2.2. Les phases d'une crise financière	87
2.2.1. Vulnérabilité	88
2.2.2. Déclenchement	88
2.2.3. Accélération	88
2.2.4. Contagion	88
2.2.5. Crise de liquidité	88
2.2.6. La transmission de la crise du système financier à l'économie	88
2.3. Les crises contemporaines	89
2.3.1. Le Krach de 1987	89
2.3.2. La crise asiatique 1997	90
2.3.3. La crise russe 1998	90
2.3.4. La bulle internet 2001	91
2.3.5. La crise des subprimes et la crise de la dette en Europe	91
2.4. L'évolution de l'allocation d'actifs	96
Chapitre V : Analyse de la stratégie d'allocation d'actifs des fonds souverains à travers les cas de la Chine, Qatar et Abu Dhabi	99
Section 1 : Méthodologie de recherche	99
1.1. Identification des sources	99
1.2. Présentation des travaux antérieurs	99

1.3. Démarche méthodologique	111
1.3.1. Rappel des principes de bases de l'allocation d'actifs	111
1.3.2. Présentation des fonds	116
1.3.2.1. China Investment Authority (CIC)	116
1.3.2.2. Qatar Investment Authority (QIA)	117
1.3.2.3. Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	118
1.3.2.4. Mubadala Development Company	118
1.3.4. Méthode d'analyse	119
Section 2 : Analyse des portefeuilles des fonds souverains des trois pays choisis	121
2.1. Les caractéristiques des portefeuilles des fonds de l'échantillon	121
2.2. Quelques résultats des stratégies des fonds de l'échantillon	126
2.2.1. Résultats du CIC	127
2.2.2. Résultats d'ADIA	127
2.2.3. Résultats de Mubadala	127
2.2.4. Résultats de QIA	128
Chapitre VI : Possibilité de création d'un fonds souverain algérien : simulation et orientation	130
Section 1 : Evolution et caractéristiques de l'économie algérienne	130
1.1. Présentation de l'économie algérienne	130
1.1.1. Le produit intérieur brut	130
1.1.2. Le commerce extérieur	132
1.1.3. Le poids des hydrocarbures dans l'économie algérienne	133
1.1.4. Les réserves de change algériennes	134
1.1.5. Le Fonds de Régulation des Recettes (FRR)	135
1.1.6. Le Fonds National d'investissement (FNI)	136
Section 2 : L'option de mise en place d'un fonds souverain algérien pour gérer les réserves de change : Faisabilité et simulation	138
2.1. Estimation du niveau adéquat des réserves de change en Algérie	138
2.2. Mécanisme de création d'un fonds souverain en Algérie	139
2.2.1. Un cadre juridique adéquat	140
2.2.2. Faisabilité	141
2.2.2.1. Estimation du niveau adéquat des réserves de change algériennes	141
2.2.2.2. Simulation	145
2.2.3. Orientations possibles pour un fonds souverain algérien	147
2.2.3.1. Les obligations d'Etat	147
2.2.3.2. Les actions	147
2.2.3.3. Accompagnement des entreprises locales dans la quête des marchés étrangers	147
2.2.3.4. Gestion des prêts non performants des entreprises algériennes	148
Conclusion générale	150
Bibliographie	154
Annexes	160
Liste des tableaux et figures	178

Résumé

Les fonds souverains ont attiré l'attention au niveau international, en investissant d'importants capitaux dans des institutions financières occidentales durant la crise financière de 2008. Après cette crise, en réponse aux instabilités de l'économie mondiale, ils ont élargis leurs champs d'investissement en incluant des actifs plus au moins risqués. Notre travail consiste alors, à analyser la stratégie d'investissement de ces fonds en général et proposer une simulation par rapport à ce qu'aurait rapporté la création d'un fonds souverain par l'Algérie au moment où les réserves de change étaient importantes. Les résultats ont montré que l'Algérie avait la possibilité de créer son propre fonds souverains et les simulations réalisées ont montré que la gestion de ses réserves à travers un fonds souverain aurait donné de meilleurs résultats que celle adoptée par la banque d'Algérie.

Mots clés : Fonds souverains- Réserves de change- Stratégies d'investissement- Allocation d'actifs- Classe d'actif.

Abstract

Sovereign Wealth funds gained international attention by investing large amount of capital in western financial institutions during the 2008 financial crisis. After that, their investment behavior changed to be adapted to the world economic instabilities. These funds broadened their investments scope by including more or less risky assets. Our study then consist in analyzing these funds' investment strategy in general and proposing simulation in relation to what the creation of sovereign wealth funds by Algeria would have brought, when the foreign reserve exchange were important. The results showed that Algeria had the possibility of creating its own sovereign wealth fund and the simulations carried out showed that the management of reserves through a sovereign wealth fund would have given better results than that adopted by Bank of Algeria

Key words: Sovereign wealth funds- Foreign exchange reserves - Investment strategy- asset allocation, Asset class

الملخص

اكتسبت صناديق الثروة السيادية اهتمامًا دوليًا، حيث استثمرت مبالغ كبيرة من رأس المال في المؤسسات المالية الغربية خلال الأزمة المالية لعام 2008. بعد هذه الأزمة، واستجابة لعدم الاستقرار في الاقتصاد العالمي، وسعت نطاق استثماراتها من خلال تضمين أصول أكثر أو أقل خطورة. تتمثل مهمتنا بعد ذلك في تحليل استراتيجية الاستثمار لهذه الصناديق بشكل عام واقتراح محاكاة فيما يتعلق بما كان سيحققه إنشاء صندوق سيادي من قبل الجزائر في وقت كانت فيه احتياطات الصرف كبيرة. وأظهرت النتائج أن الجزائر لديها إمكانية إنشاء صندوق ثروة سيادي خاص بها، وأظهرت عمليات المحاكاة التي تم إجراؤها أن إدارة احتياطاتها من خلال صندوق الثروة السيادية كان من الممكن أن تحقق نتائج أفضل من تلك التي اعتمدها بنك الجزائر.

الكلمات المفتاحية: صناديق الثروة السيادية، احتياطات الصرف، استراتيجيات الاستثمار، توزيع الأصول، فئة الأصول