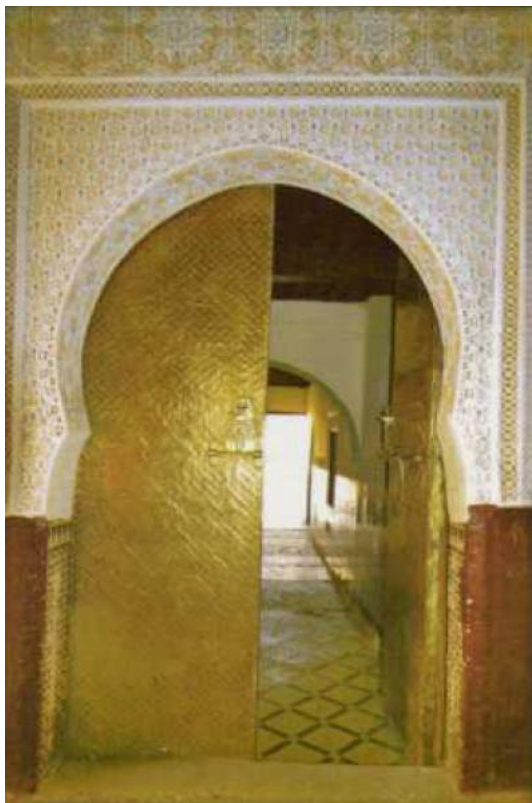

***Le Maghreb dans son environnement
régional et international***

**Le Conseil de Coopération du Golfe au Maghreb :
échange et stratégies d'investissement**



Radhi Meddeb

L'Ifri est, en France, le principal centre indépendant de recherche, d'information et de débat sur les grandes questions internationales. Créé en 1979 par Thierry de Montbrial, l'Ifri est une association reconnue d'utilité publique (loi de 1901).

Il n'est soumis à aucune tutelle administrative, définit librement ses activités et publie régulièrement ses travaux.

L'Ifri associe, au travers de ses études et de ses débats, dans une démarche interdisciplinaire, décideurs politiques et experts à l'échelle internationale. Avec son antenne de Bruxelles (Ifri-Bruxelles), l'Ifri s'impose comme un des rares *think tanks* français à se positionner au cœur même du débat européen.

*Les opinions exprimées dans ce texte
n'engagent que la responsabilité de l'auteur.*

Avec le soutien du groupe OCP



مجموعة مشف
Groupe OCP

ISBN : 978-2-86592-738-8
© Ifri – 2010 – Tous droits réservés

Ifri
27 rue de la Procession
75740 Paris Cedex 15 – FRANCE
Tel : +33 (0)1 40 61 60 00
Fax : +33 (0)1 40 61 60 60
Email : ifri@ifri.org

Ifri-Bruxelles
Rue Marie-Thérèse, 21
1000 – Bruxelles – BELGIQUE
Tel : +32 (0)2 238 51 10
Fax : +32 (0)2 238 51 15
Email : info.bruxelles@ifri.org

Site Internet : ifri.org

Résumé

Le Conseil de coopération des pays du Golfe (CCG) est une organisation régionale, créée en 1981 et regroupant six pays arabes de la région : l'Arabie Saoudite, le Koweït, Bahreïn, Oman, Qatar et les Émirats arabes unis (EAU). Les pays du CCG ont connu un important essor économique, grâce à la hausse continue de leurs revenus pétroliers depuis 2002, rompant ainsi avec l'essoufflement des années 1990. L'année 2002 a été l'année de départ d'une spirale haussière des prix du pétrole ayant eu pour conséquence l'augmentation des revenus et celle des actifs étrangers. Cette tendance s'estompe en 2008 avec l'éclatement de la bulle spéculative liée aux ressources naturelles, et la crise financière déclenchée par les *subprimes* qui plonge l'économie mondiale dans une profonde récession. Celle-ci affecte la sphère réelle, influe sur le niveau des revenus pétroliers et remet en question les stratégies de recyclage et les comportements des véhicules de gestion des pays du Golfe.

Avec le déclenchement de la crise financière, on a pu penser que les placements en « pétrodollars » pouvaient désormais permettre d'accéder à des actifs culturellement considérés comme l'apanage de la souveraineté de très grandes nations. Dubaï Ports World illustre cela aux États-Unis après la présentation de son offre de rachat sur le Britannique P&O, qui contrôle plusieurs ports majeurs américains. Sony, Standard Chartered Bank, General Motors et McLaren ont été aussi parmi les cibles des investisseurs « pétrodollars » ainsi que Citigroup et Merrill Lynch, pour lesquels ces derniers ont satisfait des besoins rapides de recapitalisation en 2007.

Les stratégies représentées au CCG diffèrent énormément en fonction des pays et des acteurs. Si bien que certains d'entre eux ont essuyé d'importantes pertes à la suite de l'effondrement boursier du deuxième semestre de 2008. Certains autres ont mieux tiré leur épingle du jeu. Les fonds souverains et les investisseurs privés adoptent souvent des stratégies différentes, avec des diversifications très variables. Les uns préfèrent détenir des portefeuilles d'actifs divers comprenant des obligations et des actions tandis que d'autres lorgnent plus vers les acquisitions et la gestion dynamique de portefeuilles composés essentiellement d'actions.

Les pays du Maghreb, et plus particulièrement le Maroc et la Tunisie, présentent des constantes de nature à favoriser l'attraction des pétrodollars : d'abord une ouverture économique et une volonté affichée d'approfondir les réformes et d'attirer les capitaux étrangers,

ensuite une proximité politique avec les monarchies du Golfe, enfin des économies en pleine croissance qui offrent des opportunités d'investissement rentables.

Les flux d'investissement originaires des pays du Golfe s'établissant au Maghreb émanent d'investisseurs traditionnels qui se placent dans une perspective stratégique et de longs termes, soucieux d'être en synergie avec les politiques de développement des pays hôtes, mais aussi, de plus en plus, de nouveaux investisseurs originaires des pays jeunes de la région, tels que les EAU, le Qatar et Bahreïn. Sauf un nombre limité d'opérations, les fonds souverains ne paraissent pas jouer un rôle direct important au Maghreb. Par contre, on les retrouve investisseurs indirects, à différents niveaux des investissements, via des structures intermédiaires où ils peuvent n'avoir qu'une position minoritaire.

L'attractivité des pays du Maghreb vis-à-vis des capitaux du Golfe peut perdurer et dépendra de la capacité de chacun des pays récipiendaires à assurer la croissance, l'ouverture et la modernisation, la stabilité politique et la paix sociale. Les flux de pétrodollars sont par nature volatils. Des progrès permanents sont nécessaires pour continuer à séduire des investisseurs toujours plus sophistiqués, ne manquant pas d'alternatives même si certains d'entre eux souffrent de la crise financière et économique actuelle.

Le présent *policy brief* a été réalisé dans le cadre du programme de recherche IFRI/OCP 2009-2011 : « Le Maghreb dans son environnement régional et international ».

Les termes de référence lui fixaient comme objectif de présenter la stratégie et la présence économique des pays du Golfe au Maghreb.

Le manque de recul pour disposer d'éléments d'évaluation pertinents ainsi que l'absence de communications officielles sur les politiques de ces pays au Maghreb nous ont amenés à identifier, en introduction, les principaux traits de leurs stratégies internationales.

La première partie de cette étude se focalise sur la présence économique des pays du Golfe au Maghreb arabe. Une analyse des principaux investissements et projets établis ou projetés dans les pays de la région est effectuée afin de cerner, parmi les principales stratégies internationales déjà présentées, celles développées au Maghreb.

La deuxième partie présente la stratégie et la présence économique des pays du Golfe au Maroc. Ce cas peut être considéré comme un baromètre qui permet de conforter ou de nuancer les traits stratégiques des pays du CCG au Maghreb, préalablement identifiés dans la première partie de ce document.

L'ensemble de ce travail emprunte largement à une recherche effectuée par l'auteur pour le compte de l'Agence française de développement en octobre 2007 dans le cadre d'une réflexion sur le recyclage des pétrodollars en Méditerranée.

Sommaire

INTRODUCTION	4
Stratégie de défense de la parité du taux de change.....	5
Stratégie traditionnelle de diversification de portefeuille	5
Nouvelles tendances des investissements originaires de la région	6
La crise financière et ses implications sur les stratégies générales.....	7
STRATEGIES DES PAYS DU CCG AU MAGHREB.....	10
Les « pétrodollars » au Maghreb : montants annoncés, nombre de projets	10
Stratégies de l'investissement immobilier.....	12
STRATEGIE DES PAYS DU CCG AU MAGHREB : CAS DU MAROC.....	16
Quantification des pétrodollars au Maroc.....	16
Les pays CCG et les investissements directs étrangers.....	17
Stratégie générale de développement de projets structurants	21
Prédominance de l'immobilier et faible effet de diversification	23
Impact des pétrodollars sur les sphères réelles et financières au Maroc.....	25
CONCLUSION.....	26
BIBLIOGRAPHIE	28
ANNEXE	30

Introduction

Le Conseil de Coopération des pays du Golfe (CCG) est une organisation régionale, créée en 1981 et regroupant six pays arabes de la région : l'Arabie Saoudite, le Koweït, Bahreïn, Oman, le Qatar et les Émirats arabes unis (EAU). C'est à partir de 2002, début d'une inflation continue et sans précédent des prix du pétrole qui passent de 20 dollars (\$) le baril à 147 \$ en juillet 2008, que les pays du CCG ont accumulé des réserves et des actifs étrangers estimés, en 2008, à près de 2 100 milliards de dollars (Md\$) selon McKinsey¹. Parmi les pays du CCG, les EAU sont le plus important investisseur à l'étranger avec un cumul maximum de 870 Md\$, suivis de l'Arabie Saoudite avec 780 Md\$. Cette dernière dépasse de loin le Koweït et le Qatar réunis.

Sur la période 2007-2020 et selon les projections de McKinsey (voir la figure 1, en annexe), les pays du Golfe pourraient cumuler des recettes pétrolières de 6 200 Md\$, avec l'hypothèse d'un prix moyen du baril de pétrole à 70 \$. L'Arabie Saoudite est le plus important exportateur de pétrole avec une part de 63 % suivie des EAU et du Koweït avec respectivement 14 % et 13 %.

La configuration de détention des actifs étrangers « pétrodollars » entre banques centrales, fonds souverains et riches fortunes privées diffère légèrement d'un pays à l'autre (voir figure 2, en annexe). Presque partout, les fonds souverains représentent la plus grande part alors que les riches personnalités se retrouvent surtout au Qatar et en Arabie Saoudite. Les fonds souverains des EAU et d'Arabie Saoudite sont les plus grands investisseurs en volume, estimés à 1 100 Md\$. Les banques centrales des pays du CCG ne détiennent que 6 % du total des actifs à l'étranger.

Radhi Meddeb est directeur général de l'Institut de prospective économique du Monde méditerranéen (Paris), administrateur de la Banque tuniso-koweïtienne pour le compte de la Financière OCEOR et membre du Conseil supérieur de la Statistique (Tunisie).

¹ Il est intéressant de noter que les investissements étrangers des pays du CCG sont beaucoup plus importants que leurs investissements domestiques. En moyenne depuis 1993, ces derniers ont représenté autour de 16 % du PIB pour Bahreïn, Oman, Koweït et l'Arabie Saoudite et près de 27 % pour le Qatar et les EAU.

Stratégie de défense de la parité du taux de change

Échaudés par les baisses tendanciennes du dollar américain face aux autres devises majeures, certains pays du CCG ayant comme chef de file les EAU envisagent de laisser flotter leurs monnaies, longtemps maintenues à parité fixe avec le dollar. Les banques centrales des pays du CCG gèrent leurs réserves sous forme de dépôts bancaires et de dettes d'État, notamment via des bons du trésor américain. Leurs actifs étrangers sont estimés à 130 Md\$ (voir la figure 2, en annexe). Dans ce contexte, les banques centrales, mais aussi les investisseurs institutionnels et privés de la région cherchent de plus en plus à diversifier le placement de leurs avoirs dans des zones monétaires non exclusivement liées au dollar.

Stratégie traditionnelle de diversification de portefeuille

Partout dans le CCG, les fonds souverains et les riches personnalités constituent les deux investisseurs majeurs. Leurs investissements répondent à des stratégies diverses.

Concernant les fonds souverains, l'on peut distinguer deux types d'acteurs : les fonds souverains traditionnels et les nouveaux fonds, davantage orientés vers le capital développement.

Les fonds souverains traditionnels sont les principaux acteurs en terme de taille, cumulant près de 1 420 Md\$ jusqu'en 2008 contre 1 535 Md\$ cumulés jusqu'en 2007. Le chef de file est Abu Dhabi Investment Authority (ADIA), dont les actifs étrangers avoisinent les 740 Md\$ en 2008 selon McKinsey, suivi par Saudi Arabian Monetary Agency (SAMA), Koweït Investment Authority (KIA), ou Qatar Investment Authority (QIA) Ces fonds adoptent des stratégies de large diversification, détenant des portefeuilles d'actions sans objectifs de prise de contrôle. Ils investissent également dans les obligations, l'immobilier, les dettes d'État et les actifs alternatifs.

Des différences de comportement existent parmi ces fonds. La SAMA semble être la plus méfiante vis-à-vis du risque et privilégie la détention d'obligations. ADIA et KIA le sont moins. À ce titre, les krachs qui ont secoué les marchés boursiers à partir du second semestre 2008 ont été plutôt favorables à SAMA qui a vu ses actifs étrangers croître, au contraire d'ADIA dont les actifs étrangers ont reculé de plus de 18 %, voire de beaucoup plus selon d'autres sources telles que EFG Hermes.

Autour de ces fonds souverains traditionnels gravitent de nouveaux fonds, bien plus petits – leur taille ne dépasse pas les 20 Md\$ chacun – et orientés vers des stratégies plus

interventionnistes en exerçant l'activité de capital développement. Ainsi, Abu Dhabi Mubadala et Dubaï International Capital pratiquent exclusivement le capital développement en détenant des participations et en intervenant activement dans la gestion des sociétés. Dubaï Istithmar poursuit une autre approche combinant le capital développement avec d'autres acquisitions de prestige dans l'immobilier et d'autres secteurs.

Les pays du CCG tendent à multiplier ces nouveaux fonds, l'objectif poursuivi étant la création d'une certaine émulation parmi ces fonds ainsi que la minimisation du risque à travers la diversification. Les pays du CCG tendent aussi à tester de nouvelles approches et stratégies d'investissements à travers la multiplication de fonds de tailles relativement plus petites.

Enfin, les riches personnalités du Golfe ont des portefeuilles largement constitués d'actions mais elles investissent aussi dans l'immobilier et le capital développement. Selon Arabian Business, les actifs étrangers des dix plus grandes fortunes du CCG sont estimés à plus de 120 Md\$ en 2006, soit le produit intérieur brut (PIB) annuel du Maroc et de la Tunisie réunis. Ainsi, la plus importante d'entre ces personnalités, le prince saoudien Al-Waleed Bin Abdul Aziz Talal Al-Saud, détenait en 2006 près de 30 Md\$ d'actifs étrangers, et était l'un des plus importants actionnaires de Citigroup. Plusieurs d'entre eux ont subi des pertes importantes avec la crise des *subprimes* et l'effondrement des cours des actions des banques américaines.

Nouvelles tendances des investissements originaires de la région

Entre mars 2007 et juin 2008, les fonds souverains ont investi plus de 20 Md\$ dans les institutions financières internationales en difficulté. Ces actifs ont perdu par la suite plus de 68 % de leur valeur. Mais bien avant cela, l'on a pu observer certaines tendances nouvelles dans les stratégies des véhicules d'investissements des pays du CCG.

En effet, les marchés financiers des pays du CCG tendent à être de plus en plus profonds et liquides, ce qui incite les investisseurs à y consacrer une plus large partie de leurs placements avec l'objectif de participer au développement des économies de la région.

Les investisseurs des pays du CCG sont soucieux d'acquérir une compétence internationale et le font à travers des partenariats leur permettant de bénéficier d'un transfert de savoir-faire. La décision de la compagnie Barhain Mumtalakat Holding d'acquérir 30 % du groupe McLaren avait pour objectif le transfert de technologie nécessaire au développement de l'industrie de l'aluminium dans le pays.

Certains investisseurs ne veulent plus se contenter d'un rôle passif en confiant à des étrangers et aux « fonds de fonds » la gestion de leurs actifs. Ils cherchent à gérer eux-mêmes leurs actifs et à investir directement dans des projets porteurs en pratiquant eux-mêmes le métier de capital développement.

Enfin, les investissements des pays du CCG sont de plus en plus portés vers les marchés émergents d'Asie et du Moyen-Orient/Afrique du Nord (Middle East and North Africa, MENA). Les investissements des pays du CCG représentent chez ces derniers plus de 20 % des investissements étrangers, selon l'Institut de finance internationale. Ces marchés émergents d'Asie et du Moyen-Orient/Afrique du Nord comptent plus de 20 % d'investissements qui proviennent des pays du CCG selon ce même institut. La moitié de ces actifs est investie dans la région MENA.

La crise financière et ses implications sur les stratégies générales

Profil économique des pays CCG avec la crise

Si en 2008, les pays du CCG affichaient un taux de croissance réelle de 6,4 %, le Fonds monétaire international (FMI) prévoit pour 2009 un taux de 0,7 %, et même une récession pour le Koweït, l'Arabie Saoudite et les EAU. Ce ralentissement est dû à la récession mondiale et à la contraction de la demande d'hydrocarbures. Toujours selon le FMI, la production pétrolière connaîtra en 2009 une baisse de près de 5,2 %.

De même, si en 2008, le solde global du compte courant de la balance des paiements des pays du CCG s'élevait à 281,9 Md\$, les prévisions du FMI relatives à 2009 le situent à seulement 53,4 Md\$, ce qui limite largement la capacité d'intervention des pays de la région en matière d'investissement international. La raréfaction des capitaux à l'échelle mondiale a amené des retraits massifs des fonds investis dans les marchés financiers du CCG. Les marchés financiers ont chuté de manière spectaculaire entre janvier 2008 et mars 2009 pour rebondir par la suite sans toutefois atteindre leurs niveaux d'avant la crise.

Selon le FMI, les gouvernements ont répondu par l'injection de liquidités afin de soutenir le système financier et par une politique budgétaire expansionniste visant à stimuler la croissance par le maintien des dépenses publiques au niveau d'avant la crise. L'Arabie Saoudite et les EAU sont les chefs de file de cette politique, les États du CCG ont tous procédé à l'abaissement de leurs taux directeurs à la suite du ralentissement du rythme d'octroi des crédits au secteur privé. Certains pays, tels que le Koweït et le Qatar, ont procédé à des

recapitalisations et des nationalisations de certaines institutions financières en détresse.

Implications de la crise sur les stratégies générales

Les investisseurs « conservateurs » sont sortis relativement indemnes de la crise tandis que les fonds souverains adoptant des stratégies actives telles que ADIA ont enregistré des résultats négatifs. Toutefois, l'opacité historique qui entoure la gestion des fonds souverains empêche d'analyser plus en profondeur les causes, la provenance et l'ampleur des pertes. Selon McKinsey, les grands pays du CCG (EAU, Arabie Saoudite, Koweït, Qatar) ont vu leurs actifs étrangers reculer de plus de 8 %, soit près de 190 Md\$ en volume.

Les pays du CCG ont été contraints, durant la seconde moitié de 2008, à se focaliser sur leurs propres systèmes financiers. Certaines de leurs institutions financières détenaient de larges proportions d'actifs « toxiques ». Selon le *Financial Times*, la QIA a annoncé un plan de recapitalisation de certaines banques locales pour un montant de 5,3 Md\$. Le KIA a alloué plus de 5 Md\$ pour certaines entreprises et banques locales ainsi que pour stabiliser le marché boursier. Les gouvernements du CCG ont procédé ensemble au rachat des actifs toxiques de la Gulf International Bank, l'institution la plus touchée par la crise, pour près de 4,8 Md\$.

Le contexte international en 2008 a été marqué par l'éclatement de la bulle immobilière et par l'envolée des prix alimentaires. Certains fonds ont cherché à acquérir du foncier et de l'immobilier à bas prix. Les EAU ont acquis près de 400 000 hectares de terres agricoles au Soudan, tout comme l'Arabie Saoudite qui s'est intéressée à l'Éthiopie, selon le Food Policy Research Institute.

Les pays émergents d'Asie et d'Afrique commencent à occuper des places importantes dans les orientations des investissements. Les taux de croissance élevés, dépassant 8 % dans certains pays d'Asie et 5 % dans certains pays d'Afrique, ont incité les investisseurs « pétrodollars » à revoir leurs stratégies traditionnellement tournées vers l'Occident. Le Koweït planifie d'accroître sa part dans Industrial and Commercial Bank of China et d'investir dans des compagnies chinoises énergétiques. QIA prévoit d'investir plus de 400 m\$ dans des projets d'infrastructure en Afrique et plus particulièrement en Afrique du Sud.

Les fonds souverains, comme évoqués ci-dessus, tentent de plus en plus de gérer directement leurs actifs à travers la création de sous-fonds adoptant des stratégies de capital développement. Cette tendance tend à se confirmer à travers les récents recrutements d'anciens hauts cadres d'institutions financières internationales en crise. ADIA et QIA se sont dotés de compétences visant à renforcer leurs capacités de gestion active et directe des « pétrodollars ». L'objectif poursuivi est aussi d'avoir les meilleurs conseillers afin

d'orienter les fonds souverains dans la sélection des futurs gestionnaires d'actifs étrangers.

Notre objectif est de présenter la stratégie et la présence économique des pays du Golfe au Maghreb. Mais le manque de recul pour disposer d'éléments d'évaluation pertinents ainsi que l'absence de communications officielles sur les politiques de ces pays au Maghreb nous ont amenés à identifier, dans ce qui précède, les principaux traits de leurs stratégies internationales.

La première partie de ce document se focalise sur la présence économique des pays du Golfe au Maghreb arabe. Une analyse des principaux investissements et projets établis ou projetés dans les pays de la région est effectuée afin de cerner, parmi les principales stratégies internationales déjà présentées, celles développées dans le Maghreb.

La deuxième partie présente la stratégie et la présence économique des pays du Golfe au Maroc. Ce cas peut être considéré comme un baromètre qui permet de conforter ou de nuancer les traits stratégiques des pays du CCG au Maghreb, préalablement identifiés dans la première partie.

Stratégies des pays du CCG au Maghreb

Les « pétrodollars » au Maghreb : montants annoncés, nombre de projets

Quantification et analyse des montants des investissements

Les montants bruts des investissements des pays du CCG au Maghreb sont évalués à près de 82,9 Md\$ entre 2006 et 2008, selon ANIMA-MIPO et COMETE Engineering (voir tableau 1). Les EAU sont de loin les premiers investisseurs du Golfe au Maghreb avec une part s'élevant à 80 % du total, et sont suivis par le Qatar avec 5 %.

Les projets ayant fait l'objet d'annonce en Tunisie sont évalués à près de 47 Md\$, soit plus de la moitié du total des investissements projetés des pays du Golfe dans la région. Le Maroc vient en deuxième position avec 18,7 Md\$, soit une part de 23 %. En Algérie, il a été prévu 13,7 Md\$ contre seulement 3,5 Md\$ pour la Libye.

La présence économique des pays du Golfe au Maghreb est marquée par l'importance de la relation entre les EAU et la Tunisie (voir tableau 2). En effet, les investissements totalisent 39 Md\$, contre seulement 14 Md\$ pour la relation EAU-Maroc, ou encore 12 Md\$ pour la relation EAU-Algérie.

Bien que les pays du Maghreb affichent des taux de croissance assez élevés relativement aux pays d'Europe et aux États-Unis, les pays du CCG n'y consacrent qu'un pourcentage minime de leurs actifs internationaux. En effet, sur 2 100 Md\$ d'actifs étrangers en 2008, seulement 4 % sont investis dans les pays du Maghreb.

La relative faible taille de ces économies, hormis l'Algérie, et le manque de sophistication de leurs systèmes financiers ne permettent d'une part ni d'absorber les larges surplus des pays du CCG, ni de garantir les taux de rendement souhaités. Bien que le risque politique soit minime dans les pays du Maghreb, l'environnement réglementaire n'est pas adapté aux grands projets généralement lancés par les fonds souverains et les gouvernances locales ne garantissent pas toujours les conditions requises pour la réalisation de ces projets.

**Tableau 1. Investissements annoncés du Golfe vers le Maghreb
(2006-2008)**

Milliards de dollars

	Algérie	Maroc	Tunisie	Libye	Total
Arabie Saoudite	1 (11)	0,1 (6)	0,43 (5)	- (1)	1,53 (23)
EAU	12 (11)	14 (23)	39 (9)	1,3 (7)	66,3 (50)
Koweït	0,5 (1)	1,2 (8)	0,27 (8)	0,8 (1)	2,77 (18)
Qatar	- (-)	1,2 (1)	2,1 (2)	0,9 (3)	4,2 (6)
Autres	0,2 (3)	2,2 (5)	5,2 (2)	0,5 (3)	8,1 (13)
Total	13,7 (26)	18,7 (43)	47 (26)	3,5 (15)	82,9 (110)

Note : entre parenthèses le nombre de projets annoncés. Le montant investi dans le projet saoudien en Libye est inférieur à 500 m\$.
Sources : Anima-Mipo, Comete Engineering.

D'autre part, c'est un total de 110 projets que les pays du Golfe ont annoncé dans la région du Maghreb pour les années 2006, 2007 et 2008. Sur ces 110 projets, 16 affichent un montant d'investissements prévus supérieur à 1 Md\$, et 9 un montant supérieur à 3 Md\$.

Les EAU sont les plus importants investisseurs du Golfe au Maghreb en volume, mais aussi en nombre de projets durant les années 2006, 2007 et 2008. Ils totalisent 50 projets, suivis par l'Arabie Saoudite avec 23 projets, et le Koweït avec 18 projets.

La relation EAU-Maroc est la plus représentative de la relation « pétrodollars »-Maghreb, en termes d'initiative et de partenariat (voir tableau 3), suivie des couples Arabie Saoudite-Algérie et EAU-Algérie.

C'est le Maroc qui compte le plus grand nombre de projets en relation avec les pays du Golfe, avec 43 projets contre 26 pour l'Algérie et la Tunisie. Les volumes les plus importants se situent en Tunisie puisque sur les neuf projets dont les investissements dépassent 3 Md\$, cinq d'entre eux sont prévus en Tunisie.

L'observation des investissements des pays du Golfe au Maghreb montre l'attrait de plus en plus affirmé pour la Libye. Ce pays, qui a fait l'objet d'annonces pour 7 projets en 2006 et 2007, vient d'enregistrer 8 projets en 2008 dont les montants prévus dépassent le double du total des flux reçus du Golfe par la Libye durant la période de 2003 à 2008. Parmi les pays du Golfe, le Qatar et les EAU sont les partenaires privilégiés de la Libye.

Stratégies de l'investissement immobilier

Les investisseurs des pays du Golfe sont présents dans plusieurs secteurs, notamment l'agroalimentaire, la chimie, l'énergie, la métallurgie, la finance et l'immobilier. Certains d'entre eux envisagent de doter le Maghreb de villes modernes pouvant abriter les meilleures sociétés étrangères relevant de plusieurs secteurs tels que les nouvelles technologies de l'information et de la communication : Internet Cities, Media Cities, la finance et l'énergie. Les investissements annoncés des EAU et de Bahreïn en Tunisie et au Maroc sont les plus édifiants quant à la tendance vers le développement des économies à travers l'immobilier.

L'investissement immobilier dans la relation économique Tunisie-CCG

Les projets annoncés sont nombreux, et les montants très élevés. À titre d'exemple, nous avons retenu les deux projets suivants, lesquels nous ont semblé les plus représentatifs de la stratégie des pays du CCG en matière d'investissement immobilier. Gulf Finance House a prévu et entamé le projet du port financier de Tunis qui annonce un investissement de 3 Md\$ visant à implanter une place financière et de matières premières ainsi qu'un ensemble de services gravitant autour comme les sociétés de services informatiques et une école de management internationale. SAMA DUBAI, sur un terrain acquis auprès du gouvernement tunisien à un prix nominal, a annoncé l'édification d'une ville nouvelle adossée à Tunis pour le plus grand montant d'investissement jamais réalisé au Maghreb s'élevant à 20 Md\$, en l'occurrence le projet Century City Mediterranean Lac Sud². D'autres projets visent à la création d'une ville du sport de haut niveau (projet Tunis Sport City de Boukhater Investment Group [EAU], 5 Md\$) ou mêlent immobilier et tourisme (projet Marina El Qussor Hergla de Emaar Properties, 2 Md\$)³.

Si les investisseurs du Golfe en Tunisie portent leur intérêt sur l'immobilier principalement, quelques exceptions sont assez notables pour être mentionnées. Ainsi, les secteurs des télécommunications et de l'énergie ont été la cible respectivement de Dubaï Holding, qui a racheté 35 % de l'opérateur public Tunisie Télécoms, et de Qatar Petroleum (QP) qui s'est vu attribuer un permis de construction et d'exploitation d'une raffinerie de pétrole à Skhira, au sud-est du pays pour un investissement annoncé de 2 Md\$⁴.

La présence des pays du Golfe en Tunisie remonte aux débuts des années 1970 avec des investissements koweïtiens

² Depuis, SAMA DUBAI, promoteur de ce projet, a été heurté par la crise et le projet est officiellement retardé.

³ Il en va de même pour ce projet, officiellement abandonné par EMAAR.

⁴ Projet également abandonné par QP suite à la crise économique.

conséquents dans le secteur de l'industrie chimique. Elle se renforce ensuite *via* le secteur du tourisme, par des investissements émiratis (Port El Kantaoui) et saoudiens, avant de connaître une importante impulsion des gouvernements et de riches personnalités, à travers la création de plusieurs institutions financières mixtes au début des années 1980, agissant en capital développement, dotées de solides assises financières. Ces institutions ont permis d'assurer le financement de plusieurs projets relevant surtout des secteurs du tourisme et de l'agriculture.

L'investissement immobilier dans la relation économique Algérie-CCG

La lecture de la liste des projets entrepris ou annoncés par les investisseurs du Golfe en Algérie ne permet pas d'identifier une tendance stratégique claire envers ce pays. En effet, plusieurs projets ont été entrepris dans des secteurs très divers, parfois en raison de circonstances exceptionnelles, avec notamment les projets agro-alimentaires de Savola (Arabie Saoudite). Ces projets, spécialisés dans le raffinage du sucre et la production d'huile végétale, étaient initialement prévus au Maroc, mais ont été transférés vers l'Algérie en raison de la résistance des producteurs locaux.

L'Algérie ne déroge toutefois pas à la politique générale des pays du Golfe au Maghreb tournant autour des investissements immobiliers. Emirates International Investment Company prévoit de construire le complexe immobilier « Parc Dounya » pour plus de 5 Md\$⁵. Les investisseurs du Golfe misent sur les opportunités non exploitées des pays du Maghreb. L'Algérie est un pays à fort potentiel touristique. Plusieurs projets de développement de l'infrastructure touristique sont prévus, où l'Arabie Saoudite, traditionnellement tournée vers les investissements touristiques au Maghreb, joue un rôle déterminant. L'on peut citer, notamment, les projets de développement du Cap Mostaganem à l'actif du groupe Saraya, de Saad Hariri, et le projet de Emaar Properties qui a annoncé la construction d'un complexe touristique à l'ouest d'Alger, pour plus de 3 Md\$. L'on rappellera, dans ce contexte, que les autorités algériennes ont parié sur l'attrait touristique du pays dans le cadre de leur stratégie de diversification de l'économie et de réduction de la dépendance envers la manne pétrolière.

L'Algérie présente la plus large économie de la région du Maghreb, les récentes réformes afférentes au climat des affaires risquent de freiner l'élan des investissements directs étrangers (IDE) en Algérie en imposant l'association d'un actionnariat local et en réglementant le rapatriement des dividendes, d'autant qu'elles ne sont pas accompagnées de réformes touchant à l'environnement institutionnel et à l'efficacité des services publics.

⁵ Projet abandonné depuis.

Les autorités algériennes exigent en outre des entreprises le recours au système financier local pour leurs financements et ont relevé substantiellement le capital minimum imposé aux nouvelles banques.

Malgré une évidente saturation du système bancaire Algérien, les pays du Golfe continuent à être présents dans le domaine des services financiers avec Amlaak et EMAAR qui créent Al Salam Bank tandis que l'Arabie Saoudite crée, avec l'Algérie, la Société algéro-Saoudienne d'investissement.

Bien que les entreprises de l'Union européenne (UE) dominent largement les investissements étrangers dans le pays, les entreprises des pays du Golfe tendent de plus en plus à affirmer leur présence dans plusieurs secteurs nouveaux tels que les médicaments avec l'usine El Kindi de l'entreprise ASTRAL d'Arabie Saoudite, l'agroalimentaire avec Mahacil des EAU et le secteur de la métallurgie avec Emirates International Investment Company et Electrocab Emarat.

L'investissement immobilier dans la relation économique Libye-CCG

La reprise des investissements des pays du Golfe en Libye s'est enclenchée à partir de 2006, date à partir de laquelle ce pays a été retiré de la liste des états soutenant le terrorisme. Les EAU et Bahreïn ont été les pionniers de cette reprise. Les secteurs clés marquant la présence économique des pays du Golfe en Libye sont l'énergie et l'immobilier, sachant qu'à l'instar de l'Algérie, la Libye cherche à diversifier son économie par le développement du secteur du tourisme.

La Libye, du fait de l'état insalubre de son parc de logements et de la croissance de sa population, fait face à d'immenses besoins dans le secteur et présente du coup d'énormes opportunités d'investissements immobiliers. Aabar et EMAAR traduisent l'intérêt pour ces secteurs avec respectivement l'achat de quatre puits de pétrole en 2006 et la construction de la zone urbaine Zowara Abou Kemach.

La reprise des investissements des pays du Golfe en Libye s'est accélérée en 2007 et 2008 avec une présence dans plusieurs autres domaines. Outre les secteurs clés, qui ont du reste enregistré l'intérêt du Qatar, d'Arabie Saoudite et d'Oman, les EAU diversifient leurs investissements en faisant leur entrée dans la finance à travers la Gulf Libyan Bank. Qatar, à travers la Qatar German Company for Medical Devices (QGMD), s'oriente vers l'opportunité que présente la faiblesse du secteur des médicaments en Libye en investissant dans le développement d'un réseau de distribution des produits médicaux.

La crise financière et ses implications sur les stratégies au Maghreb

La baisse des prix du pétrole à partir de 2008 faisant suite aux hausses spéculatives, a contraint les pays du CCG à réviser leurs stratégies de conquête au profit d'un recentrage plus réaliste qui va de pair avec le nouveau contexte d'incertitude pesant sur l'économie mondiale. Un tour d'horizon des grands projets, prévus avant la crise, mérite d'être effectué afin de dresser un état des lieux et d'évaluer leur état d'avancement.

Les investisseurs du Golfe sont en général caractérisés par leur opacité qui s'avère très contraignante en période de crise accroissant du coup l'incertitude. Ainsi, les projets d'Al Qudra Holding avancent en Afrique du Nord (Algérie et Maroc) malgré une certaine lenteur observée par rapport aux prévisions.

Les travaux du projet Tunisia Sport City du groupe Boukhater se poursuivent à un rythme régulier à Tunis, même si le dimensionnement du projet a été revu largement à la baisse, son phasage rééchelonné et sa clientèle cible recentrée sur la région. Le projet Park Dounya en Algérie à l'actif d'Emirates International Investment Company est en arrêt de travaux tout comme le projet Century City Mediterranean Lac Sud de Tunis fait face aux difficultés financières de son promoteur SAMA DUBAI de Dubaï Holding. Officiellement le promoteur a demandé un répit de quelques mois, mais tout indique qu'il a probablement définitivement abandonné toute velléité d'investir.

Les grands projets de EMAAR, autre filiale de Dubaï Holding, notamment Saphira, Bahia Bay au Maroc semblent se poursuivre tandis que le projet Marina El Koussour à Hergla en Tunisie est définitivement abandonné.

Les autres projets de Dubaï Holding et EMAAR sont à l'arrêt depuis le début de 2009. Officiellement, l'investisseur n'a pas fait d'annonces relatives à une suspension ou un retrait du Maghreb bien que les projets envisagés ne démarrent pas ou sont en arrêt de travaux.

SAMA DUBAI, Dubaï Properties et Tawteer ont fusionné en août 2009. Une vision claire sur leur stratégie face à la crise ne sera possible qu'après la fusion prévue avec la société EMAAR.

Gulf Finance House de Bahreïn poursuit la mise en œuvre des projets envisagés en Tunisie et au Maroc. L'opérateur du Bahreïn est caractérisé par des communications régulières à l'adresse du public rompant ainsi avec l'opacité historique des fonds d'investissements du Golfe. Il ne semble pas épargné par la crise financière, mais ses investisseurs de référence, notamment l'ADIA viennent de lui confirmer leur soutien à travers une importante injection de fonds : 500 m\$.

La crise financière et économique mondiale, outre ses effets sur la raréfaction du capital, menace la viabilité même des projets, puisque l'une de ses conséquences est l'effondrement de la demande mondiale pour l'immobilier de luxe.

Stratégie des pays du CCG au Maghreb : cas du Maroc

Deux catégories d'investisseurs du Golfe semblent se distinguer sur le Maroc : les partenaires traditionnels et les nouveaux investisseurs.

Les partenaires traditionnels se caractérisent par une stabilité et une approche stratégique qui n'est pas particulièrement active.

Les nouveaux investisseurs, arrivés récemment au Maroc, ne connaissaient pas le pays. Ils tentent d'y reproduire leurs propres expériences dans leurs pays d'origine, essentiellement aux Émirats. Ils entendent minimiser leurs mises de fonds et maximiser leurs profits. Ils se sont associés à des partenaires majeurs du Maroc, publics ou privés. Leurs annonces ont suscité beaucoup d'attentes aussi bien de la part du grand public que des administrations.

Quantification des pétrodollars au Maroc

Historiquement les flux financiers entre le Maroc et les pays du Golfe sont faibles, limités aux quelques investissements immobiliers des princes et notables, surtout saoudiens : les palais du Roi Abdallah d'Arabie Saoudite, la mosquée de la Corniche de Casablanca, des dons et des financements concessionnels des monarchies du Golfe et quelques investissements dans l'immobilier et l'hôtellerie, à l'instar des sociétés mixtes : Consortium maroco-koweïtien de développement (CMKD), Société maroco-émiratienne pour le développement (SOMED) ou encore des opérations ponctuelles comme la privatisation de la Société marocaine de l'industrie du raffinage (SAMIR) en 1997.

Les flux commerciaux sont faibles, sauf en matière d'importations où l'Arabie Saoudite est un partenaire de premier ordre du Maroc (3^e pays d'importation en 2008). Les investissements de portefeuille sont tout à fait ponctuels et restent négligeables dans le volume reçu par la Bourse de Casablanca.

La réelle nouveauté réside dans les annonces de grands projets concernant essentiellement les secteurs de l'immobilier et du tourisme. Celles-ci sont le fait de grands groupes émiratis, qataris et bahreïnais, qui, confrontés à la saturation de leur propre marché, à l'explosion de liquidités oisives à la recherche d'opportunités d'investissements et à la difficulté réelle ou perçue de trouver des emplois

dans les pays occidentaux, débarquent au Maroc, pays qu'ils connaissent peu mais à qui l'application de leurs grilles multicritères d'analyse semble conférer un potentiel important.

Ces grilles d'analyse mettent en évidence l'intérêt d'investir dans des pays jeunes, où des gouvernements d'orientation libérale mettent en œuvre des réformes structurelles et une ouverture économique et où le niveau de développement fait apparaître un potentiel non encore exploité devant permettre l'émergence d'une classe moyenne et supérieure, moteur potentiel de croissance et de consommation.

Ces annonces se sont multipliées à partir de la fin de l'année 2006. Elles se sont inscrites pour la plupart d'entre elles dans le cadre de grands projets globaux d'aménagement déjà programmés par l'État et pour partie en cours d'exécution.

Elles ont eu au moins deux effets : d'abord l'accélération de ces grands programmes d'aménagement structurants, ensuite l'émulation des investisseurs partenaires traditionnels du Maroc, qui semblaient s'être installés dans un état quelque peu léthargique.

Il est intéressant de relever que, si, historiquement, c'est l'Arabie Saoudite qui est le partenaire privilégié du Maroc dans le Golfe, à la fois par la taille de son économie, son accueil des premiers émigrés marocains dans la région et la proximité politique des deux monarchies, aujourd'hui et alors même que plusieurs grands projets annoncés connaissent un ralentissement, sinon une mise en cause, les EAU lui ont ravi le leadership en apportant, depuis 2006, plus de 40 % des pétrodollars entrés au Maroc.

Les pays CCG et les investissements directs étrangers

Les IDE (y compris les investissements immobiliers et ceux dans les sociétés cotées en bourse quand la quote-part détenue est supérieure à 10 % du capital) connaissent une évolution significative à partir de 2003 (voir tableau 2). L'année 2007 a enregistré un accroissement de plus de 32 % du total des IDE, avant que ceux-ci ne soient heurtés par la crise à partir de 2008.

Les différentes politiques mises en œuvre par le gouvernement marocain depuis le début des années 2000 et notamment la restauration des grands équilibres macro-économiques, la libéralisation économique, la privatisation de plusieurs entreprises publiques, la réforme et la modernisation du secteur financier ainsi que plusieurs mesures en direction de l'investissement ont favorisé l'arrivée au Maroc de flux importants d'investissements étrangers.

Bien que les flux d'IDE en provenance des pays du Golfe soient faibles, représentant moins de 1 % du total des IDE reçus par

le pays en 2001, les années 2007 et 2008 constituent un tournant dans les relations économiques du Maroc avec le Golfe puisque leur part a atteint plus de 17 % (voir tableau 2). La crise économique internationale a engendré en 2008 une baisse du total des IDE vers le Maroc de plus de 28 %. La baisse des IDE provenant du Golfe n'a été que de 5 %, ce qui a largement contribué à limiter les effets de la crise sur les investissements au Maroc.

Tableau 2. Investissements directs étrangers des pays du Golfe au Maroc

Millions de dirhams

Pays	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Arabie Saoudite	163	353	341	329	636	510
Koweït	16,8	18	219	1 011	1 575	117
ÉAU	222	330	709	773	3 809	4 816
Qatar	0,3	-	26	49	357	132
Bahreïn	-	83	0,4	34	27	468
Total 5 pays du CCG	402,1 (2 %)	784 (8%)	1 295,4 (5%)	2 196 (9%)	6 404 (17%)	6 043 (22%)
Total des IDE	23 257	9 485	26 130	25 482	37 959	27 070

Note : entre parenthèses la part des IDE des 5 pays du GCC dans les IDE totaux.
Source : Office des changes marocain

Cette tendance croissante s'est approfondie de manière substantielle au courant des années 2006 à 2008, années où plusieurs investisseurs importants du Golfe ont annoncé une série de très grands projets essentiellement dans l'immobilier et le tourisme.

Ces projets ont donné lieu courant 2006 et début 2007 à la signature de conventions et de *Memorandums of Understanding* avec l'État ou des partenaires marocains. Ils sont tous prévus pour être réalisés sur des périodes assez longues, allant de 3 à 10 ans.

Historiquement, il est symptomatique de constater qu'entre 1999 et 2005, l'investissement direct d'origine arabe au Maroc est proche de zéro, mis à part l'investissement de 6 milliards de DH pour la modernisation et l'extension de capacité, approuvé en 2004, pour la SAMIR (Raffinerie de pétrole) dont le capital est détenu par des intérêts saoudiens (CORRAL) depuis sa privatisation en 1997.

Les pays CCG et les investissements en portefeuille

Les investissements en portefeuille sont les investissements nets réalisés à travers la bourse des valeurs pour des niveaux inférieurs à 10 % du capital des sociétés concernées. L'analyse par nationalité révèle que l'investissement étranger conservé à la bourse du Maroc est dominé à hauteur de 75,4 % par des personnes morales françaises en 2008.

La présence de pétrodollars sur la Bourse de Casablanca est donc faible voire même insignifiante. La Bourse de Casablanca, malgré ses relatives bonnes performances sur les dernières années, hormis 2008, est encore perçue par les opérateurs du Golfe comme de petite taille ne présentant pas suffisamment de valeurs cotées et d'opportunités en termes d'investissement.

La bourse de Casablanca a connu en 2007 sa cinquième année de progression ininterrompue. Toutefois, l'indice principal du Moroccan All Shares Index (MASI, ou « Index de toutes les actions marocaines ») a clôturé l'année 2008 sur une performance de -13,5 % par rapport à l'année précédente sachant que l'indice avait réalisé une performance de +18 % lors du premier semestre 2008. La performance négative enregistrée en 2008 est due en partie à l'évolution du cours de bourse de la valeur ADDOHA, Société de promotion immobilière introduite en juillet 2006 et dont la capitalisation flottante se situe à 8,48 %. Cette entreprise a enregistré une évolution de son cours d'action de près de -38,66 % au courant de 2008.

Les pays CCG et la dette marocaine

La dette extérieure marocaine s'est élevée fin décembre 2008 à 18,3 Md\$ représentant 20,6 % du PIB. En 2006, la répartition de cette dette par groupe créancier indique que l'ensemble des pays arabes en détiennent près de 4 % (2006). Au cours de cette même année, de nouveaux emprunts ont été levés portant sur un total de 2,850 Md\$ dont 18 % sont originaires de fonds et d'organismes arabes, essentiellement originaires des pays du CCG, soit 510 m\$.

Les pays CCG et les recettes MRE

Les recettes des marocains résidents à l'étranger (MRE) ont de tout temps constitué un des piliers de la balance des paiements marocaine (voir tableau 3).

Longtemps les observateurs de la vie économique et politique marocaine ont pensé que ces flux avaient vocation à baisser avec l'intégration des populations émigrées dans les pays d'accueil. La réalité observée indique tout à fait le contraire : les flux augmentent avec l'amélioration des conditions économiques des émigrés qui continuent à vivre à cheval sur deux pays, surfant sur le différentiel de pouvoir d'achat entre pays d'accueil et pays d'origine.

Le Maroc est par ailleurs le pays de la rive sud de la Méditerranée qui a le mieux organisé la collecte et le transfert formels via des réseaux bancaires multiples et bien établis des revenus de ses émigrés.

En 2008, le total des recettes des MRE s'est élevé à 53 milliards de dirhams (MdDH), soit en régression de 1,96 MdDH par rapport à 2007.

L'analyse des recettes par pays d'origine traduit la forte présence de la communauté émigrée en Europe et aux États-Unis d'Amérique. Les recettes de 2008 proviennent pour une large partie de la France, avec près de 43,2 % du total.

La présence marocaine dans les pays du Golfe est relativement modeste, et les revenus des MRE qui y sont établis traduisent sa faiblesse.

Tableau 3. Recettes des Marocains résidants dans les pays du Golfe

Millions de dirhams

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Arabie Saoudite	560	591,2	796,6	859,1	1 029	1 089
Koweït	39,8	65,8	104,7	198,2	132	197
ÉAU	524,5	843,3	1 460,3	1 428,3	1 568	2 139
Bahreïn	46,4	79,2	135	103,9	132	55
Qatar	15,1	14,1	26,6	90,4	173	104
Total 5 pays du CCG	1 185,8	1 593,6	2 523,2	2 680,5	5 041	5 592
Total général RME	34 582	37 422	40 700	47 900	55 000	53 041
Part des 5 pays (%)	3,4	4,3	6,2	5,6	9,1	10

Source : office des changes marocain

Bien que les volumes soient relativement faibles, leur évolution est toutefois significative durant les années 2003 à 2008. Le montant des transferts venant des pays du Golfe a presque quadruplé en six ans. Les EAU représentent en 2008 près de 38 % du total, leur part se renforce, tandis que la part des transferts d'origine d'Arabie Saoudite, pays traditionnel d'accueil des travailleurs marocains dans la région, régresse entre 2003 et 2008 de 47 % à 19 % du total.

Les pays du CCG et les dons

Les dons accordés au Maroc proviennent généralement de l'UE. Toutefois, le Maroc a reçu près de 9,5 MdDH en 2008 dont 4,5 MdDH proviennent d'Arabie Saoudite et 2,2 MdDH des EAU : 70 % au total sont d'origine des pays du CCG.

Les relations d'État à État et la proximité personnelle du Roi Mohamed VI, et auparavant de feu le Roi Hassan II, avec les dirigeants des monarchies du Golfe, essentiellement les EAU et l'Arabie Saoudite, ont souvent permis au Maroc de bénéficier de dons substantiels au profit de certains grands projets. Cela a été le cas notamment pour le projet Tanger Med qui a bénéficié en 2002 d'une contribution de 300 m\$ du Fonds d'Abu Dhabi pour le développement sous forme d'un don personnel du chef de l'État des EAU, feu Cheikh Zayed.

Les pays du CCG et les recettes touristiques

L'activité touristique a toujours été un des piliers du financement de la balance des paiements au Maroc. Depuis plusieurs années, le Maroc s'est fixé des objectifs ambitieux en matière de développement touristique avec la définition et la mise en œuvre du plan Azur, devant permettre d'accueillir 10 millions de touristes par an à l'horizon 2010, à travers notamment la création de six nouvelles stations balnéaires intégrées pour une capacité nouvelle totale de 110 000 lits, dont 80 000 lits hôteliers et 30 000 lits immobiliers résidentiels. Initié en 2001, ce plan est largement engagé pour un investissement global estimé à près de 50 MdDH.

Les recettes en devises générées par ces visiteurs sont passées de 34 MdDH en 2004 à près de 55 MdDH en 2008, avec une accélération qui s'est enclenchée à partir de 2006. La contribution des touristes en provenance du Golfe à ces performances est relativement stable et modeste, autour de 5 % du total des recettes.

Stratégie générale de développement de projets structurants

Les annonces d'investissements des groupes du Golfe, essentiellement Dubaï, Qatar et Bahreïn sont le fait de groupes sans traditions d'investissements au Maroc. Le total de ces investissements annoncés excède 20 Md\$, soit l'équivalent au rythme actuel de plusieurs années d'IDE au Maroc.

La plupart de ces annonces se greffent sur des projets structurants déjà engagés par l'État marocain au niveau des aménagements et des infrastructures. Les projets concernés relèvent quasi exclusivement des secteurs de l'immobilier et du tourisme.

L'impact de ces annonces sur l'économie marocaine est réel et perceptible notamment sur la flambée des prix du foncier et de l'immobilier dans les principales villes du Royaume, l'emballement en bourse des valeurs immobilières avant les baisses enregistrées au deuxième semestre de 2008, l'accélération des travaux d'aménagement et d'infrastructures des grands projets engagés par l'État, l'émulation et la relance des investissements à la fois nationaux et de partenaires traditionnels du Maroc.

La stratégie envisagée par les investisseurs du Golfe est de minimiser leurs apports en fonds propres, d'engager prioritairement la réalisation des composantes de promotion immobilière de leurs projets, de vendre sur plans, de financer leurs réalisations à travers ces ventes et le recours au secteur bancaire local, et d'affecter les recettes des ventes à la réalisation des composantes touristiques et de loisir.

Si un tel schéma se déroulait comme prévu, les flux de pétrodollars qui en résulteraient seraient beaucoup moins importants qu'annoncé mais ces projets pourraient générer d'autres flux en devises liés à l'éventuelle commercialisation des logements sur le marché international.

Ces investissements ne seraient pas en eux-mêmes fortement générateurs de flux de devises. Ils n'en auraient pas moins une double contribution positive pour l'économie marocaine, d'abord par l'accélération de la formation brute de capital fixe et les effets positifs induits en termes de croissance et d'entraînement sur les autres secteurs d'activité, mais aussi par une meilleure valorisation de la destination Maroc sur le marché international des résidences secondaires. Ils joueraient donc plus le rôle de catalyseur de croissance et de devises que de générateurs directs de flux d'investissement.

Ce scénario présente toutefois des risques divers allant de la capacité de réalisation des entreprises marocaines, à la capacité d'absorption du marché local et international au rythme de réalisation des projets annoncés, mais également des risques culturels de compatibilité des gouvernances et des attentes non toujours explicites des deux parties : investisseurs et pays hôte. La crise économique et financière internationale n'a pas manqué d'exacerber certains de ces risques à travers le freinage important de plusieurs de ces projets, l'assèchement des liquidités du secteur bancaire marocain limitant les possibilités de commercialisation locale et l'effondrement à l'échelle internationale du marché des résidences secondaires.

Prédominance de l'immobilier et faible effet de diversification

On assiste depuis début 2006 à un afflux d'investisseurs originaires essentiellement des EAU (plus particulièrement de Dubaï), de Qatar et de Bahreïn. Ils annoncent tous des investissements considérables dans l'immobilier essentiellement, autour de quatre grandes villes : Rabat, Marrakech, Casablanca et Tanger. Ces projets sont souvent structurés en joint-ventures entre l'investisseur étranger et une entité marocaine, publique ou privée. Ils visent une clientèle mixte : locale et internationale.

L'immobilier dans les investissements CCG

Les opérateurs de Dubaï tels que El Maabar ont annoncé en 2007 la création de REEM Maroc et leur intention d'investir plus de 1 Md\$ dans des projets immobiliers et touristiques au Maroc. Les groupes DIAR de Qatar et Gulf Finance House de Bahreïn en ont fait autant.

EMAAR prévoit une enveloppe d'investissement de plus de 6 Md\$, répartis sur cinq projets, ainsi que la création d'une société de conseil et de vente d'immobilier, Hamptons Morocco. SAMA DUBAI, une filiale de DUBAI Holding, a signé plusieurs accords avec le groupe public de la Caisse de dépôts et de gestion (CDG) pour les projets Amwaj, Marina de Casablanca, Cap el-Hank à Casablanca et Chrifia à Marrakech pour plus de 3 Md\$. Tous ces projets sont mixtes : résidentiels, touristiques et commerciaux.

Ces investissements annoncés dans l'immobilier devraient mettre sur le marché une production sans aucun rapport avec le niveau de production actuel. À titre indicatif, les programmes engagés à Marrakech, la destination la plus prisée du pays pour des livraisons entre 2006 et 2008, avant l'annonce des projets émiratis ne devaient pas mettre sur le marché plus de 538 villas et 138 appartements.

Le secteur des services financiers a enregistré en 2006 la création du fonds d'investissement Al Ajjal par le CMKD et Attijari Bank. KIA a participé à l'augmentation des fonds gérés en 2008. La principale vocation de ce fonds est l'investissement immobilier bien qu'il ait aussi acquis avec Zain près de 31 % du capital de l'opérateur Télécoms Wana en 2009 pour 2,8 MdDH.

Le tourisme dans les investissements CCG

Le secteur du tourisme est un secteur fortement capitalistique. Il bénéficie de l'effet d'entraînement des projets immobiliers annoncés. On distingue deux types d'investissements originaires des pays du Golfe dans ce secteur : d'abord ceux réalisés par des investisseurs traditionnels caractérisés par le rachat ou l'extension d'unités existantes, par des promoteurs individuels ou des sociétés mixtes, en partenariat institutionnel, installées au Maroc depuis longtemps. Le

CMKD vient de racheter deux hôtels pour un montant global de 1,1 MdDH : Palais des Congrès à Marrakech et un hôtel à Fès. CTKD et KIA projettent de développer une station touristique à Sidi Abed.

Ensuite, les nouveaux investisseurs, notamment émiratis, font souvent du tourisme la tranche complémentaire des investissements immobiliers qu'ils projettent. Une composante touristique a parfois été adjointe aux projets sur demande expresse des autorités marocaines. Qatar et le Bahreïn projettent plusieurs complexes touristiques sous forme de développements immobiliers à Tanger.

Les infrastructures dans les investissements CCG

On retrouve aujourd'hui la participation d'investissements CCG dans deux projets d'infrastructures : Tanger Med et les centrales électriques de Jorf Lasfar. La présence à Tanger Med est double : d'abord financière à travers une contribution significative de 300 m\$ des EAU depuis 2002, ensuite opérationnelle à travers un contrat de gestion et de commercialisation du port confiée à la zone franche de Djebel Ali, mais également à travers un consortium maroco-américano-saoudien (1/3 pour chacun des partenaires) qui a obtenu la concession du terminal pétrolier à Tanger.

La présence émiratie dans les centrales électriques de Jorf Lasfar est indirecte puisqu'elle résulte du rachat par TAQA (Abu Dhabi National Company) des intérêts de l'américain CMS et de l'helvético-suédois ABB pour un montant de 1 milliard d'euros.

Cette transaction n'a pas d'implication directe sur le Maroc en termes de flux puisque l'investissement est déjà là et que le paiement bénéficie aux investisseurs initiaux qui se désengagent de la région. Il est cependant significatif de l'intérêt que peuvent porter des opérateurs du Golfe à des investissements bien gérés dans le secteur des infrastructures.

L'industrie dans les investissements CCG

Le secteur industriel n'attire que peu les investisseurs du Golfe. Historiquement, un seul exemple peut être cité, celui de la raffinerie de pétrole SAMIR rachetée dans le cadre d'une opération de privatisation en 1997 par une entreprise de droit suédois détenue par des capitaux saoudiens (CORRAL Holding AB, le groupe de Cheikh Mohamad Hussein Ali Al Amoudi). L'investisseur s'était alors engagé à réaliser d'importants travaux de mise aux normes et d'extension. Pour diverses raisons, ces investissements d'un montant de 6 MdDH, n'ont démarré qu'en 2004. En 2006, Savola d'Arabie Saoudite a projeté l'extension de l'usine de fabrication d'huile végétale mais celle-ci n'a finalement pas eu lieu. Les projets récemment annoncés, qui remontent à 2007, ont été effectués par Al Qudra Holding dans le domaine de l'agriculture et par Amiantit d'Arabie Saoudite dans le secteur de la chimie. La taille de ces investissements est très faible en comparaison des projets immobiliers.

Impact des pétrodollars sur les sphères réelles et financières au Maroc

Au niveau de la sphère réelle, le volume des pétrodollars reçus par le Maroc est important. Les annonces faites par les investisseurs du Golfe et plus particulièrement de Dubaï ont eu plusieurs effets certains. D'abord, une forte augmentation du prix du foncier et de l'immobilier. Il n'y a pas de statistiques précises à ce sujet, mais de l'avis de tous, les prix ont plus que doublé sur les trois dernières années dans les principales villes du Royaume : Casablanca, Rabat, Marrakech et Tanger.

Ensuite, ces projets devant généralement se réaliser sur des terrains en cours d'aménagement par l'État ou des agences gouvernementales de mise en valeur, une condition préalable de mise en œuvre des projets est la mise en possession des terrains à l'achèvement des travaux d'aménagement. Les engagements pris par l'État et ses agences ont donc eu un effet salubre sur l'accélération de plusieurs grands projets d'infrastructures structurants : c'est le cas notamment du métro de Rabat-Salé.

Enfin, les annonces de ces grands projets ont conforté l'image du Maroc comme site d'accueil des investissements étrangers. Une certaine émulation se fait jour et des investisseurs étrangers habitués au Maroc, mais également des investisseurs locaux, se sont lancés dans la course aux projets, qui sont certes moins spectaculaires mais ayant le mérite de voir le jour dans des délais beaucoup plus courts.

Au niveau de la sphère financière, les pétrodollars ont eu un effet notable sur la balance des paiements puisque le montant des IDE a triplé en trois ans, de 2006 à 2008, malgré le mode de financement, basé sur les ventes sur plans, des projets envisagés.

Par contre l'effet d'annonce, qui a joué en 2006 à plein sur la bourse et notamment sur les valeurs immobilières qui y sont traitées, a créé une bulle spéculative sur quelques actions qui a finalement éclaté au cours du deuxième semestre de 2008. En effet, l'action ADDOHA, société privée de promotion immobilière introduite en bourse le 7 juillet 2006 à 585 DH s'est envolée au rythme des annonces d'accords entre le groupe ADDOHA et divers groupes du Golfe, pour atteindre à la mi-décembre 2006, soit en 6 mois, le niveau de 3 200 DH. Le cours d'ADDOHA en 2008 a enregistré une chute de plus 38 %, qui a finalement fait plonger l'indice principal de la bourse de Casablanca.

Conclusion

Longtemps présents de manière marginale et peu significative dans les économies du Maghreb, les pays du CCG éprouvent depuis 2006 un intérêt croissant pour la région. Les ressources financières abondantes que la constante augmentation du prix du pétrole entre 2002 et 2008 a générées, l'étroitesse de leurs marchés nationaux et leur faible capacité d'absorption, mais aussi la difficulté réelle ou supposée de trouver des investissements dans les pays d'accueil traditionnels occidentaux, ont fait que, soumis à des grilles d'analyse multicritères, les pays du Maghreb et notamment, le Maroc et la Tunisie, apparaissent comme des destinations favorables aux investissements directs extérieurs et au potentiel de croissance élevé.

Les flux d'investissement originaires des pays du Golfe vers le Maghreb émanent d'investisseurs traditionnels se plaçant dans une perspective stratégique et de long terme, soucieux d'être en synergie avec les politiques de développement des pays hôtes, mais aussi de plus en plus, depuis 2006, de nouveaux investisseurs originaires des pays jeunes de la région tels que les Émirats Arabes Unis, Qatar et Bahreïn. Sauf en un nombre limité d'opérations, les fonds souverains ne paraissent pas jouer un rôle direct important dans le Maghreb. Par contre, on les retrouve investisseurs indirects, à différents niveaux des investissements, via des structures intermédiaires où ils peuvent n'avoir qu'une position minoritaire.

Plusieurs investissements colossaux ont fait l'objet d'annonces multiples depuis 2006, portant sur des volumes représentant plusieurs années d'IDE des pays récipiendaires. Ces investissements ont souvent été annoncés en association avec des opérateurs publics ou privés majeurs des pays d'accueil. Souvent liés à des projets immobiliers, dont la commercialisation est orientée officiellement vers le marché international, leur gouvernance, leurs modalités de réalisation, leurs schémas de financement n'étaient pas toujours explicites, induisant des sources de malentendus et d'incompréhension.

Initialement adossés à des projets publics nationaux programmés et annoncés de longue date, la plupart de ces projets affichaient pour ambition de donner à la région une dimension internationale, favorisant son entrée dans la modernité. Ils ont donc tenté de reproduire les schémas ayant « réussi » dans les pays d'origine (Dubai essentiellement), tant au niveau de la conception urbanistique qu'architecturale ou encore au niveau des modalités de réalisation et de financement, tablant sur des niveaux de fonds propres faibles, des

ventes sur plans et un financement massif des acquéreurs auprès du secteur bancaire. Ils ont été globalement heurtés par la crise, connaissant soit un abandon pur et simple, soit un redimensionnement et un étalement de leurs plannings de réalisation.

Ces projets n'ont pas manqué pour autant d'avoir des effets tant sur la sphère financière que réelle des économies du Maghreb :

- devant être réalisés sur des terrains mis à disposition par les autorités nationales avec l'engagement d'en assurer la viabilisation et de fournir les infrastructures *extra muros*, leur annonce a eu comme premier effet positif d'accélérer la réalisation de ces infrastructures, au grand bénéfice des populations locales,

- ensuite, ces projets ont généré une forte augmentation du prix du foncier et de l'immobilier qui ont plus que doublé sur les trois dernières années dans les principales villes du Maroc : Casablanca, Rabat, Marrakech et Tanger.

- enfin, les annonces de ces grands projets ont conforté l'image du Maroc comme site d'accueil des IDE, réveillant les investisseurs étrangers traditionnels du Maroc de leur torpeur mais également les investisseurs locaux.

Au niveau de la sphère financière, les pétrodollars ont eu un effet notable sur la balance des paiements puisque le montant des IDE a triplé en trois ans de 2006 à 2008.

En revanche, l'effet d'annonce, qui a joué à plein en 2006 sur la bourse, et notamment sur les valeurs immobilières, a créé une bulle spéculative sur quelques actions qui a fini par éclater au cours du second semestre 2008.

Certains fondamentaux font que l'attractivité des pays du Maghreb (Maroc, Tunisie) vis-à-vis des capitaux du Golfe peut perdurer. Il s'agit notamment de leur ouverture économique, de leur proximité politique et culturelle, de l'existence d'une classe moyenne émergente et de leur rythme de croissance soutenu. L'approfondissement de ce mouvement dépendra de la capacité de chacun des pays récipiendaires à assurer la croissance, l'ouverture et la modernisation, la stabilité politique et la paix sociale. Les flux de pétrodollars sont par nature volatils. Des progrès permanents sont nécessaires pour continuer à séduire des investisseurs toujours plus sophistiqués et disposant d'alternatives, même si certains d'entre eux souffrent de la crise financière et économique actuelle.

Bibliographie

« Cours du Pétrole et déséquilibres mondiaux », in Fonds monétaire international, *Perspectives de l'économie mondiale, Systèmes financiers et cycles économiques*, Washington DC, FMI, avril 2006.

Abdelkrim S. et P. Henry, *Investissement direct étranger vers les pays Med en 2008 : face à la crise*, Anima Investment Network, Etude, n° 3, mars 2009.

Abdelkrim S., P. Henry et B. de Saint-Laurent, *Investissement directs étrangers vers MEDA en 2007 : la bascule*, Anima Investment Network, « Etude », n° 1, mai 2008.

Barbary V., B. Bortolotti, D. Dyer, V. Fotak et W. Miracky, *Sovereign Wealth Funds Investments Behaviour. Analysis of Sovereign Wealth Fund Transactions during Q3 2009*, Monitor Group, juillet 2009.

BIS Quarterly Review, « International Banking and Financial Market Developments », décembre 2005.

Bolbol, A., *Foreign Wealth, Oil Revenues Management and Fiscal Policy: The Case of Arab Oil Producing Countries*, AMF « Economic Paper », mars 2007.

Boer K. de, D. Farrell, C. Figuee, S. Lund, F. Thompson, J. Turner, *The Coming Oil Windfall in the Gulf*, McKinsey Global Institute, janvier 2008.

Devaux P., « Péninsule arabique : une conjoncture favorable et des besoins d'investissements croissants : la question du mode de financement », *Conjoncture*, Direction des études économiques-BNP Paribas, avril 2005.

Henry P. et B. de Saint-Laurent, *Les investissements directs étrangers dans la région MEDA en 2005*, Anima, « Notes et Etudes », n° 23, mai 2007.

Higgins M., T. Klitgaard, T. Lerman, « Recycling Petrodollars », *Current Issues in Economic and Finance*, vol.12, n° 9, décembre 2006.

Institute of International Finance, *Summary Appraisal Gulf Cooperation Council Countries*, Washington DC, IIF, août 2006.

Institute of International Finance, *Regional Briefing Gulf Cooperation Council: Tracking GCC Petrodollars How and Where*

They are Being Invested around the World, Washington DC, IIF, mai 2007.

Fonds monétaire international, *Regional Economic Outlook* « Middle East and Central Asia 07 », Washington DC, FMI, mai 2007.

Fonds monétaire international, *Regional Economic Outlook* « Middle East and Central Asia 09 », Washington DC, FMI, octobre 2009.

Lubin D., *The Gulf's Petrodollars: How Much and For Whom? A short Analysis*, HSBC Bank, « Global Research », février 2006.

Maames K., « Petrodollar recycling: Issues and Challenges », présentation à la COFACE Country Risk Conference, 2007.

Magnus G., *Petrodollars, Where are They and do They Matter*, UBS Investment Research, juillet 2006.

Mc Cown T., L. Plantier, J. Weeks, *Petrodollars and Global Imbalances*, US Government, Department of Treasury, Office of International affairs, « Occasional Paper » n° 1, mars 2006.

Meddeb R. et P. Postal, *Le recyclage des pétrodollars en Méditerranée*, Paris, Agence française de développement, octobre 2007.

Roxbury C., S. Lund, M. Lippert, O. White, Y. Zhao, *The New Power Brokers : How Oil, Asia, Hedge Funds and Private Equities are Faring the Financial Crisis*, McKinsey Global Institute, juillet 2009.

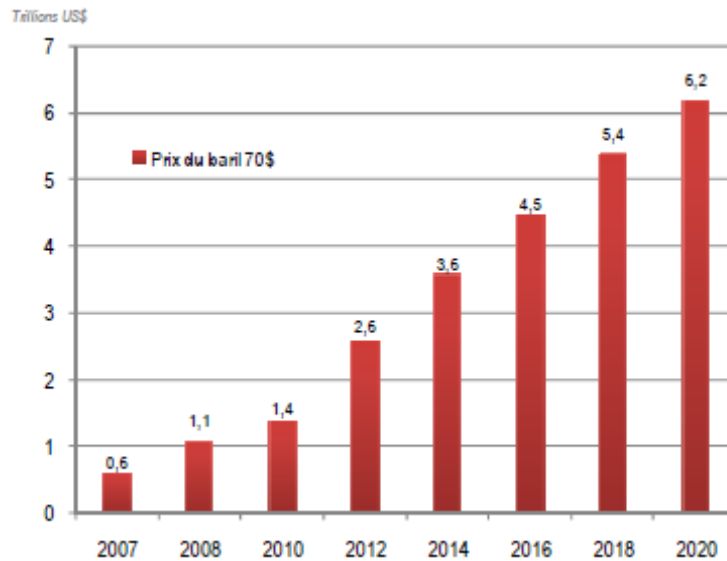
Ruiz J., J. Vilarubia, *International Recycling of Petrodollars*, Banco de Espana, « Documentos Ocasionales », n° 0605, 2007.

Setser B., R. Ziemba, *What do we know about the size and composition of Oil Investment Funds?*, Roubini Global Economic Monitor Service, avril 2007.

Toloui R., *Petrodollars, Asset Prices and the Global Financial System*, PIMCO Capital Perspectives, janvier 2007.

Annexe

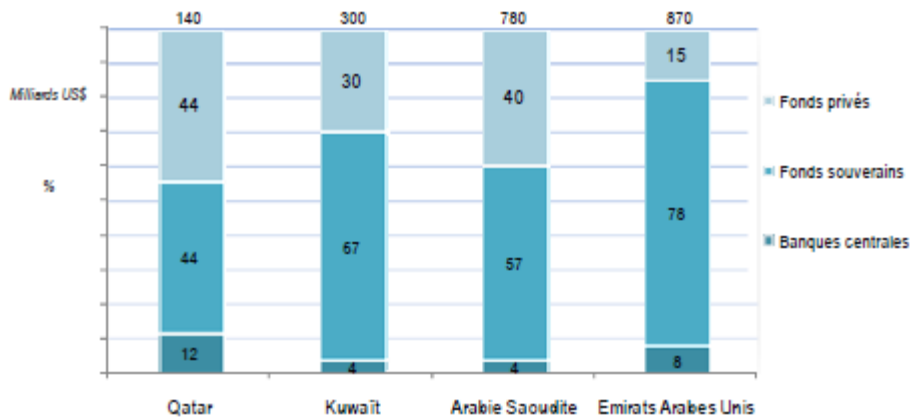
Figure 1. Projection des recettes pétrolières cumulées des pays du CCG (2007-2020)



Source : BP World Energy Report ; Global Insight ; Business Monitor International ; McKinsey Global Institute

Figure 2. Répartition des actifs étrangers « pétrodollars » (2008)

En pourcentage



Source : McKinsey Global Institute