Emprunt national et crise du système de financement

Par Farouk Nemouchi, universitaire

La forte baisse du prix des hydrocarbures a mis fin à l'aisance financière de l'Algérie et provoqué un basculement brutal d'une situation de capacité de financement interne et externe à un besoin de financement. Le contre-choc pétrolier révèle la vulnérabilité financière de l'économie nationale qui se trouve confrontée à un déficit budgétaire, une baisse des réserves de change et une contraction de la liquidité des banques. Le tarissement des ressources budgétaires d'origine pétrolière soulève la problématique de la diversification des sources de financement de l'activité économique et particulièrement la question du financement de la dépense publique qui a augmenté considérablement.

Pour faire face à ces difficultés financières, le gouvernement est contraint de recourir à l'endettement sous la forme d'un emprunt obligataire. Quelles sont les raisons qui ont conduit à privilégier cette solution ? La réponse à cette question nécessite que l'on précise au préalable les différentes modalités de financement des dépenses de l'Etat lorsque les recettes sont insuffisantes.

La première possibilité consiste à augmenter les recettes fiscales ordinaires en relevant le taux de l'impôt direct ou indirect. Cette mesure à effet immédiat est fortement contraignante car elle décourage l'investissement et affecte le pouvoir d'achat des consommateurs. La deuxième solution réside dans l'élargissement de l'assiette fiscale, c'est-à-dire un accroissement des ressources fiscales déterminées par l'augmentation de la production des biens et services. Cet objectif réalisable sur le moyen et le long termes est le plus souhaitable mais il est conditionné par la création d'un environnement économique qui stimule la croissance économique. La troisième possibilité de financement du déficit budgétaire est le financement monétaire. C'est le recours à «la planche à billets», c'est-à-dire au concours de la Banque centrale au Trésor public. Ce type de financement est porteur de graves déséquilibres sur le plan macroéconomique : augmentation de la dette publique, inflation, dépréciation du taux de change de la monnaie nationale, etc. L'Algérie a connu au début de la décennie 1990 une explosion de la dette publique interne à cause d'un recours abusif aux crédits de la Banque d'Algérie et dont le remboursement par le Trésor public se poursuit jusqu'à maintenant.

Enfin le gouvernement peut gonfler artificiellement les recettes budgétaires d'origine pétrolière en manipulant le taux de change du dinar vis-à-vis du dollar. Cette démarche est assimilable à un financement monétaire qui contribue au développement de l'inflation. Enfin la quatrième possibilité consiste pour l'Etat à s'endetter auprès des agents économiques à capacité de financement : institutions financières, ménages et dans une moindre mesure les entreprises. L'option prise en faveur de l'emprunt obligataire suscite de multiples questions sur son opportunité, les chances de son aboutissement et ses retombées sur la sphère financière et la sphère économique.

L'emprunt obligataire est une technique de financement répandue dans les économies modernes et, contrairement au financement monétaire, il a l'avantage de mobiliser les encaisses monétaires qui échappent au système bancaire. C'est un financement non inflationniste car il n'entraîne pas l'augmentation de la quantité de monnaie en circulation.

L'épargne thésaurisée ou recyclée dans le circuit économique informel est captée par l'Etat à l'occasion de l'émission d'un emprunt obligataire. C'est aussi un financement qui participe à la promotion des marchés des capitaux. Cependant l'emprunt obligataire comme moyen de financement des dépenses de l'Etat n'est pas une panacée, particulièrement dans le contexte de l'économie algérienne.

Quelles sont les finalités de l'emprunt national ? Selon la notice, l'objectif de l'emprunt est «de mobiliser les fonds nécessaires au financement de projets porteurs de croissance et de développement économique et social et que les obligations émises dans ce cadre génèrent des profits corrélés au rendement des projets économiques à financer». Les caractéristiques mentionnées dans la notice ne fournissent aucun renseignement précis sur l'objet et le montant global de l'emprunt. Si le produit de l'emprunt est affecté à de nouveaux projets, on suppose qu'il y a eu des études qui ont été menées pour évaluer leur coût financier et dans de telles conditions, il est aisé de connaître le montant de l'emprunt. La durée de l'emprunt fixée à 5 ans suppose que les projets retenus sont réalisables sur le moyen terme et génèrent des flux financiers qui garantissent son remboursement conformément aux délais fixés. Les ambiguïtés entretenues sur la finalité de l'emprunt et son montant laissent planer des doutes sur l'allocation des ressources mobilisées par cette campagne de souscription et il est alors légitime de s'interroger sur son affectation. En lançant cet emprunt, l'Etat enregistre un gonflement de la dette publique interne et comme pour toute dette, il faut rembourser le capital et payer les intérêts. Si le produit de l'emprunt est affecté à des projets qui contribuent à la création de richesses et accroissent les revenus de l'Etat, la dette sera remboursée et les équilibres budgétaires seront préservés.

En revanche si le produit est destiné à financer des dépenses qui n'ont aucun impact sur la croissance économique et sachant qu'il n'est plus question de compter sur les recettes pétrolières et gazières, il en résultera un surendettement et une aggravation du déficit budgétaire.

Quel est l'accueil que les investisseurs algériens vont réserver au lancement de l'emprunt obligataire ? Leur comportement est influencé notamment par une série de facteurs : le risque de défaillance, le risque de marché, le risque de liquidité et le rendement. Le risque de défaillance rattaché à la détention de titres financiers publics est pratiquement nul car on ne peut imaginer que l'Etat puisse devenir insolvable. L'autre avantage réside dans la possibilité pour le détenteur d'obligations de les transformer en liquidité avant l'échéance. Le risque de marché apparaît lorsque le titre est coté sur un marché secondaire car le cours de l'obligation est déterminé par les taux d'intérêt. Lorsque ces derniers baissent, le cours des obligations augmente et il en résulte une plus-value en cas de revente, et en cas de hausse des taux, le cours diminue et celui qui cède son titre sur le marché enregistre une moins-value. En Algérie le risque de marché est dénué de sens à cause d'un marché secondaire embryonnaire et quasiment inactif. Les investisseurs sont disposés à opter pour ce type de placement en prenant en considération le rendement nominal fixé à 5% sur trois ans et 5,75% sur cinq ans. Mais cette rémunération s'expose à un risque de dépréciation à cause de l'inflation. Si le taux d'inflation annuel atteint 5%, le montant des intérêts versés sera dérisoire. La formule de l'indexation du taux de rendement nominal sur le taux d'inflation a plus de chances de séduire les agents économiques candidats à l'investissement financier. A ces contraintes, il faut ajouter l'absence de traditions dans le domaine de l'investissement financier, l'inexistence d'une culture financière et le motif religieux qui ne favorisent pas l'attrait pour ce type de placement.

Quelles sont les conséquences de l'emprunt obligataire sur les banques, les entreprises, les marchés financiers et les gros épargnants privés ?

En fixant la valeur de souscription à 50 000 DA, le gouvernement exclut les petits et moyens épargnants et cible les gros investisseurs. Il s'agit notamment des investisseurs institutionnels (banques assurances etc.) et des particuliers détenteurs de gros capitaux. L'engagement des banques risque d'être limité à cause des problèmes de liquidité auxquels elles font face depuis la détérioration de la conjoncture pétrolière. Il faut ajouter que l'emprunt national est porteur d'un effet d'éviction qui pénalise les banques dans le processus d'accaparement de l'épargne. Si le niveau de rémunération offert aux souscripteurs d'obligations émises est plus attractif, les banques éprouveront des difficultés à fidéliser leur clientèle et collecter de nouvelles ressources et seront par conséquent moins enclines à répondre favorablement à la demande de crédits. L'effet d'éviction affecte aussi les entreprises qui sollicitent le marché boursier pour mobiliser des capitaux.

Le placement des actions à la faveur des opérations d'ouverture ou d'augmentation de capital se heurte à la concurrence des titres obligataires car ces derniers représentent un placement moins risqué. Selon les analystes financiers, les investisseurs sont disposés à acheter des actions si leur rendement escompté est supérieur de 5% à celui des obligations. La rémunération des obligations à un taux égal à 5% implique que les entreprises cotées en bourse proposent un rendement en dividende au moins égal à 10%.

Enfin l'emprunt d'Etat est susceptible de freiner le développement de l'activité sur le marché financier primaire car les nouveaux émetteurs doivent proposer des taux plus élevés. Quant aux gros épargnants privés, ils sont davantage attirés par le secteur économique informel ou l'acquisition d'actifs réels (immobilier) en raison de taux de rendement et de gains nettement supérieurs à la rémunération offerte dans le cadre de l'emprunt obligataire. Comme on peut le constater, le financement d'une partie de la dépense publique par la dette obligataire soulève de nombreuses questions plus ou moins complexes. Si l'emprunt représente un instrument qui peut répondre partiellement aux besoins financiers internes de l'économie nationale, il ne constitue pas la seule solution au déclin de la rente pétrolière. De même que l'endettement extérieur n'est pas la seule voie pour financer le déficit de la balance des transactions courantes. Ce déficit peut être compensé par un afflux plus important des investissements directs étrangers et la lutte contre le transfert illicite des capitaux.

Cette alternative permet à la fois de préserver les réserves de change et de maintenir le niveau de la dette extérieure à un niveau acceptable. La raréfaction des recettes de l'Etat en dinars et en devises induite par la baisse du prix des hydrocarbures est révélatrice d'une crise profonde du système de financement de l'économie nationale. La rente pétrolière a tué l'impôt, inhibé les banques pour se hisser au niveau d'une intermédiation active et entravé le développement d'un marché des capitaux. Elle a engendré des comportements qui rendent complexe le passage d'une économie de rente à une économie des marchés financiers, d'un système bancaire au stade artisanal à l'industrie financière.

L'augmentation de la dépense publique et l'octroi de crédits bancaires dans le contexte d'une économie caractérisée par des difficultés d'absorption du surplus monétaire est responsable de graves déséquilibres. Le ratio masse monétaire M2/PIB qui est passé de 0,56 en 1999 à 0,62 en 2007 et à 0,79 en 2014 traduit une accentuation de la déconnexion entre la sphère financière, d'une part, et la sphère économique, d'autre part. Par conséquent le problème majeur pour l'économie du pays n'est pas de mobiliser des ressources financières. Au cours des 15 dernières années, l'Algérie a été riche financièrement mais elle est demeurée pauvre économiquement. La disponibilité de ressources financières plus qu'abondantes a produit un faible impact sur la croissance du PIB réel et n'a pas contribué à la diversification des exportations.

Dans un tel contexte, on ne comprend pas comment l'emprunt national peut stimuler la croissance économique alors que les causes économiques qui sont responsables de cette impasse sont toujours présentes. La diversification des sources de financement de l'économie nationale constitue un défi d'ordre stratégique dans la mesure où cela exige des réformes globales afin de parvenir à la construction d'une relation positive entre le développement financier et la croissance économique.

Dans l'attente des effets de l'emprunt national sur l'activité économique, le grand gagnant est le capital informel qui, après avoir bénéficié d'une mesure de légalisation par le biais de la bancarisation contre le paiement d'une taxe forfaitaire de 7%, se voit offrir à nouveau la possibilité de se fructifier. Encore faudrait-il que les détenteurs d'encaisses monétaires qui circulent en dehors du circuit bancaire soient disposés à s'inscrire dans cette dynamique.

F. N.

Les caractéristiques mentionnées dans la notice ne fournissent aucun renseignement précis sur l'objet et le montant global de l'emprunt. Si le produit de l'emprunt est affecté à de nouveaux projets, on suppose qu'il y a eu des études qui ont été menées pour évaluer leur coût financier et dans de telles conditions, il est aisé de connaître le montant de l'emprunt.

La rente pétrolière a tué l'impôt, inhibé les banques pour se hisser au niveau d'une intermédiation active et entravé le développement d'un marché des capitaux. Elle a engendré des comportements qui rendent complexe le passage d'une économie de rente à une économie des marchés financiers, d'un système bancaire au stade artisanal à l'industrie financière.