

PLAIDOYER POUR L'ETABLISSEMENT D'UN MARCHÉ DE LA DETTE PUBLIQUE NEGOCIABLE EN ALGERIE

Advocacy for The Establishment Of A Negotiable Public Debt Market In Algeria

Zine M. BARKA ^{1*}, Pierre LLAU ², Loïc du PARQUET ³

¹ Faculté des sciences économiques, et des sciences de gestion, Université de Tlemcen – (Algérie)

² Facultés de Droit et des Sciences Economiques –Université Paris X Nanterre- (France)

³ Faculté des sciences économiques - Université du Mans – (France)

Date de réception : 15/11/2019 ; Date de révision : 15/11/2019 ; Date d'acceptation : 29/11/2019

Résumé : cet article se propose d'exposer une idée simple : le temps passe et les réformes économiques en Algérie tardent à placer cette Economie émergente sur une trajectoire de croissance satisfaisante. Ne serait-il pas possible d'amorcer le mouvement à partir d'une réforme du système financier et des principes de gestion du secteur public ? En ces temps d'accroissement de la rente pétrolière et gazière, il serait peut-être souhaitable d'orienter une part plus importante de ces flux financiers vers le financement d'activités productives propres à induire des effets d'entraînement sur tous les secteurs économiques. Nous proposons l'organisation d'un marché de type « obligataire » où se négocieraient des titres publics liquides aptes à fixer des flux de capitaux venus s'investir en Algérie. Les ressources pétrolières pourraient permettre d'assurer le service de cette dette sur un marché des capitaux profond et animé qu'il conviendrait de surveiller étroitement afin de le préserver d'attaques spéculatives déstabilisantes. Le propos de cet article n'est pas de promouvoir une libéralisation financière débridée de l'Economie algérienne, mais de suggérer qu'un marché de la dette publique négociable encadré pourrait permettre d'instaurer un équilibre et une orientation des flux financiers bénéfiques à cette Economie émergente. En ce sens le système financier algérien devrait se doter d'un marché de la dette publique négociable, nationalement et internationalement.

Mots-clés : Finance; système bancaire; dette publique; Economie algérienne.

Codes de classification Jel : H63

Abstract: This article proposes to set out a simple idea: time passes and economic reforms in Algeria are slow to put this emerging economy on a satisfactory growth trajectory. Would it not be possible to start the movement from a reform of the financial system and the principles of public sector management? In these times of increasing oil and gas rents, it may be desirable to direct a greater share of these financial flows towards the financing of productive activities that will have ripple effects on all economic sectors. We propose the organization of a "bond" type market where liquid public securities would be traded capable of securing capital flows that came to invest in Algeria. Oil resources could be used to service this debt in a deep and lively capital market that should be closely monitored in order to protect it from destabilizing speculative attacks. The purpose of this article is not to promote unbridled financial liberalization of the Algerian economy, but to suggest that a regulated negotiable public debt market could lead to a balance and a direction of flows financial benefits to this emerging economy. In this sense, the Algerian financial system should have a market for public debt that is negotiable, nationally and internationally.

Keywords: Finance; banking system; public debt; Algerian economy.

Jel Classification Codes : H63

* Zine M. BARKA, e-mail: barka.zine@mail.com.

Introduction

L'économie algérienne est une économie émergente qui tarde à se placer sur une trajectoire de croissance satisfaisante, notamment par suite de la lenteur d'application des réformes en ce qui concerne le système financier, et au-delà le système budgétaire, voire le système de gouvernance institutionnelle. Face à la globalisation/mondialisation financière, le propos de cet article n'est pas de promouvoir une libéralisation débridée de l'économie algérienne, mais de suggérer qu'une insertion de cette dernière sur le marché international des dettes souveraines devrait s'avérer bénéfique. En ce sens le système financier algérien devrait se doter d'un marché de la dette publique négociable, nationalement et internationalement. Le développement de cette proposition sera esquissé autour de trois points : un bref aperçu historique de l'évolution du système financier algérien **(I)** doit conduire à la transition vers la modernité de ce système **(II)**, ce qui implique une nécessaire transformation du système financier public algérien **(III)**.

I. Un état des lieux du système financier algérien

1.1 Le système financier algérien : héritage d'un développement historique chaotique

Dès 1966 et 1968, par la nationalisation de l'appareil bancaire en Algérie, l'Etat s'est doté d'un instrument de développement qui était auparavant dominé par le capital étranger¹. De ce fait un secteur public est né dont la gestion revenait à l'administration, par le biais du Trésor public et de l'organe de la planification aussi bien pour la Banque centrale que pour les banques primaires. Mais les changements intervenus sur la scène internationale avec l'avènement de la mondialisation, l'effondrement du bloc socialiste, le choc pétrolier de 1986, et sur le plan interne la croissance démesurée de la dette extérieure, ont rendu impossible la poursuite de la gestion administrative centralisée devant une économie de marché qui commençait à devenir mondiale. C'est dans ces circonstances que la Loi sur la Monnaie et le Crédit en date du 14/04/1990 a vu le jour (loi n°90-10).

Certes, le système bancaire a fourni des prestations considérables à l'économie nationale à travers les opérations de financement direct des programmes de développement économique et social et le soutien accordé à l'appareil productif durant la période de l'économie dirigée en s'appuyant sur les recettes des hydrocarbures (pétrole et gaz naturel) pendant des années. Mais la chute du prix du pétrole en 1986 a mis en évidence les carences structurelles de l'économie nationale dont les plus importants furent : l'incapacité de continuer le financement, qui était pratiqué surtout à travers une politique inflationniste de l'ordre de 30%, au profit des entreprises publiques économiques, la faible étendue géographique des agences de collecte de l'épargne et enfin la centralisation du traitement des dossiers relatifs aux projets de création des petites et moyennes entreprises.

L'un des objectifs de la loi sur la Monnaie et le Crédit de 1990 était de remédier principalement à ces défauts, tout en entamant une modernisation progressive du système bancaire, et d'ouvrir la sphère financière au capital privé national et étranger. En effet, la loi de 1990 a permis l'ouverture du secteur bancaire aux capitaux privés nationaux et étrangers. Ainsi, sur les 22 banques universelles agréées à fin 2003, 12 sont à capitaux totalement ou majoritairement étrangers. Par conséquent, un effort significatif doit porter sur la modernisation du secteur financier algérien pour promouvoir sa compétitivité et contribuer à créer les conditions de confiance envers les institutions financières. Cette évolution est nécessaire pour renforcer la capacité du secteur à soutenir le développement des entreprises privées, favoriser la croissance et l'emploi ainsi que la préparation de l'économie tout entière à intégrer une zone euro-méditerranéenne de libre échange et dans la perspective de l'OMC.

I.2 Quelques points de repère

- Le secteur bancaire algérien était constitué, outre la Banque centrale, de cinq banques publiques issues de la nationalisation des banques françaises en 1966, d'une banque d'investissement et d'une caisse d'épargne.
- Les banques étaient spécialisées par secteur d'activité et développaient des instruments financiers favorisant la mise en œuvre des orientations de l'Etat.
- Le financement de l'économie était fondé sur l'épargne budgétaire (épargne publique), la mobilisation de l'épargne domestique ne constituant pas une priorité pour les banques.
- Le secteur privé, quant à lui, n'occupait qu'une part marginale dans le portefeuille des banques. La difficulté d'accès aux crédits bancaires et en particulier aux crédits d'investissements était avancée par de nombreux opérateurs comme étant « une contrainte majeure » à l'investissement et à la création d'entreprises. Selon une enquête de la Banque mondiale menée au début des années 90, plus de 80% des entreprises ciblées ont été créées sur fonds propres à 100%. Il est vrai que l'implication des banques dans le financement des investissements et des PME en général a été longtemps très timide et ce, compte tenu des limites et des contraintes structurelles qui ont caractérisé, jusqu'au début des années 90 les banques publiques. Parmi ces contraintes² citons notamment : le déficit de trésorerie des banques du fait du poids des créances non performantes des entreprises publiques ; des taux d'intérêt élevés jusqu'à 23% en 1995 pour les crédits d'exploitation et 18.50% pour les crédits d'investissement ; l'absence d'institutions spécialisées dans l'allocation des ressources à long terme et enfin l'encadrement du crédit à travers l'institution des règles prudentielles.
- A la fin des années 80, l'Etat algérien décide de transformer les banques publiques en sociétés par actions soumises aux règles du code du commerce.
- La Loi de 1990 sur la Monnaie et le Crédit va constituer le fondement du nouveau système financier algérien et annoncer le début d'un profond processus de déréglementation.

I.3 Principales caractéristiques du secteur bancaire et financier actuel Algérien

Le secteur financier est dominé principalement par les banques publiques. En effet, ces dernières restent prépondérantes: elles collectent 94% des ressources et concentrent 93% de l'allocation crédit. L'effort de libéralisation du marché bancaire se traduit par une liberté d'investissement (un capital minimum requis de 30 millions de dollars pour une banque et 7 millions pour un établissement financier) ainsi que par des taux d'intérêt bancaires librement déterminés.

Deux traits principaux caractérisent l'organisation actuelle du système bancaire: son développement et sa diversification. Le développement s'apprécie par le nombre total des banques et établissements financiers en activité, soit une trentaine d'établissements au total alors qu'en 1990, leur nombre ne dépassait pas cinq. A ces établissements, il faut ajouter un établissement financier à vocation spécifique : la Banque Algérienne de Développement (BAD) et les Fonds et Caisses de garantie, au nombre de six, qui sont en dehors de la loi bancaire mais qui concourent d'une façon ou d'une autre à l'activité en se portant garants des crédits accordés par les banques. Quant à la diversification du système bancaire, d'un point de vue fonctionnel d'abord, on observe qu'il existe à la fois des établissements à vocation universelle, tels que les grandes banques à réseau et des établissements à vocation particulière, spécialisés dans un certain type de produits et donc de clientèle (établissement de leasing, crédit hypothécaire, capital risque, crédit à la consommation...). D'un point de vue juridique, le système bancaire algérien se caractérise par l'uniformité d'établissements dotés, tous du statut de Spa (société par actions), à l'exception de la Caisse Nationale de Mutualité Agricole (CNMA)³ dont le caractère est mutualiste.

Ensuite, comme cela a été noté, le secteur financier est encore peu développé mais en mutation. En effet, le secteur financier ne peut, contribuer efficacement au financement de la croissance et répondre aux besoins des agents économiques. Le crédit à l'économie en 2003 est de 40.7% du PIB hors hydrocarbures (26.2% du PIB total) ce qui est encore faible au regard des économies comparables. En outre et en dépit des progrès réalisés dans le secteur financier (modernisation du secteur bancaire, redynamisation du marché obligataire) les ressources financières fournies au secteur privé restent faibles. Le crédit au secteur privé, en pourcentage du PIB hors hydrocarbures, s'est élevé en 2003 à seulement 17.3%.

Tableau (1) : LES SIX BANQUES PUBLIQUES

Banques	Nombre d'agences	Activité principale
BEA	76	Marché des grandes entreprises et secteur des hydrocarbures
BNA	190 (173 agences + 17 directions régionales d'exploitation -DRE-)	Marché des grandes entreprises et des PME-PMI
BADR	327 (290 agences + 37 succursales)	Secteur rural (crédit agricole, équipement), grandes entreprises, PME
CNEP Banque	191 + partenariat Algérie Poste	éventail très large de produits d'épargne et de formules de financement de l'immobilier ; clientèle de particuliers
BDL	162 (140 agences + 6 agences de prêts sur gage + 16 groupes d'exploitation)	Généraliste bancaire, clientèle des entreprises, des PME-PMI et des particuliers ; professions libérales ; prêts sur gage
CPA	136 (121 agences + 15 groupes d'exploitation)	Généraliste bancaire, clientèle des entreprises et des particuliers, PME-PMI

Dans la présentation suivante, on passera en revue brièvement d'abord le marché bancaire, ensuite le marché des assurances et enfin le marché des capitaux.

I.4 Le marché bancaire

On compte aujourd'hui six banques publiques, axées traditionnellement sur le financement des PME et entreprises publiques et de l'immobilier (pour la CNEP), et cinq établissements financiers. Ajouté à cela, Algérie Poste, qui n'est pas encore agréée en tant que banque postale mais qui fournit une gamme de plus en plus large de services financiers. Elle possède le premier réseau d'agences du pays avec ses 3271 guichets répartis sur l'ensemble du territoire national. Le processus de privatisation des banques publiques demeure très en retard par rapport aux prévisions puisque le Crédit Populaire d'Algérie (CPA) devait être privatisé en 2006. La loi bancaire en 1990, a permis la création de banques à capitaux privés nationaux et/ou étrangers. Ces nouvelles banques ont pour la plupart connu de graves difficultés, dont la plus notable est la faillite de la Banque Khalifa en 2003. La décision du Conseil de la Monnaie et du Crédit de quintupler le montant du capital minimum, (soit 25 millions d'euros), a contribué à assainir le secteur bancaire et a abouti au retrait d'agrément des cinq banques à capitaux privés algériens et une banque à capitaux privés mixtes entre 2003 et mars 2006.

Le secteur bancaire privé commercial en développement composé de 10 banques est assez peu développé en termes de guichets (environ 70 agences), mais en progression et entièrement constitué de filiales de grands groupes bancaires internationaux. Les établissements de crédit privés visent d'abord une clientèle d'entreprise et de particuliers « haut de gamme », même si l'on constate depuis peu la création d'établissements de crédit à la consommation, visant une clientèle plus large de particuliers salariés.

C'est ainsi qu'on peut déjà parler d'un début de concurrence entre le système public et le système bancaire privé et qui devrait se renforcer avec la mise en place de l'accord d'association européen et l'adhésion à l'OMC. Cependant, la question reste posée sur le choix stratégique adopté : est ce que les banques étrangères qui s'implantent en Algérie vont favoriser le financement des entreprises étrangères ou exportatrices uniquement, ou vont-elles financer sans discrimination toutes les entreprises ? On sait que les opérations de commerce extérieur constituent pour l'instant l'essentiel des activités des banques installées. La question demeure de savoir si c'est seulement dans la perspective des importations générées par les revenus tirés des exportations des hydrocarbures que les banques étrangères s'implantent, ou pour accompagner réellement l'effort de développement du pays. Certaines de ces banques ont donné une première réponse positive puisqu'elles affirment accompagner les entreprises locales pour leurs besoins de financement. Cette pratique permettrait si elle est généralisée de stimuler la concurrence pour arriver à une qualité de service dans tous les domaines de l'activité bancaire⁴.

Tableau (2) : LE SECTEUR BANCAIRE PRIVE

Banques	Nombre d'agences	Activité principale
Banque Al Baraka Algérie ⁷¹	11	Produits islamiques
Arab Banking Corporation Algérie "ABC"	4	Clientèle d'entreprises "haut de gamme"
NATEXIS Banque	3	Clientèle de grosses PME et en perspective développer l'activité de détail et de crédit bail.
Société Générale Algérie	17	Banque universelle de détail et de proximité avec une priorité donnée au financement des grandes entreprises. Son réseau d'agences est en développement rapide
CITIBANK	1	Clientèle d'entreprises "haut de gamme" et secteur des hydrocarbures
Arab Bank PLC Algeria	3	Succursale de banques à clientèle d'entreprises "haut de gamme"
B.N.P. / Paribas El Djazaïr	10 (9 agences + 1 succursale)	Banque universelle de détail à réseau d'agences de plus en plus étendu
Trust Bank Algeria	1	Clientèle d'entreprises "haut de gamme"
Algeria Gulf Bank	1	Clientèle de grandes et moyennes entreprises
Housing Bank for Trade and Finance	3	Clientèle d'entreprises et de particuliers "haut de gamme"

On peut relever une volonté de réformes initiée par la direction du Ministère Délégué chargé de la Réforme Financière qui se traduit par des programmes de modernisation du secteur financier. C'est ainsi que le cadre réglementaire et technique du secteur financier algérien pour sa part est en pleine évolution. On citera en particulier l'Ordonnance 03-11 relative à la Monnaie et au Crédit, le quintuplement du capital minimum des banques et établissements financiers, la mise en place du système de paiement instantané pour les gros montants (RTGS, février 2006), le système de paiement de masse par compensation (1er semestre 2006), les lois sur la titrisation des créances hypothécaires, le crédit-bail immobilier, l'affacturage (factoring), la promotion du capital investissement, la rénovation de la Bourse d'Alger depuis 2003, et enfin le renforcement de l'audit interne (création de comités d'audit). Cela devrait permettre d'assurer une meilleure traçabilité des opérations bancaires et une meilleure supervision des flux financiers. Effectivement, le bilan de 2005 élaboré par la Banque d'Algérie, fait ressortir une persistance des tendances à la fraude. Dans son bilan d'activité de contrôle des banques et établissements financiers par l'intermédiaire de sa structure spécialisée, la Banque d'Algérie a relevé que sur 28 805 dossiers de domiciliation

contrôlés, 40 procès-verbaux d'infraction ont été établis, correspondant à 2 292 cas contrevenant aux dispositions de la législation des changes et des mouvements de capitaux de et vers l'étranger⁵.

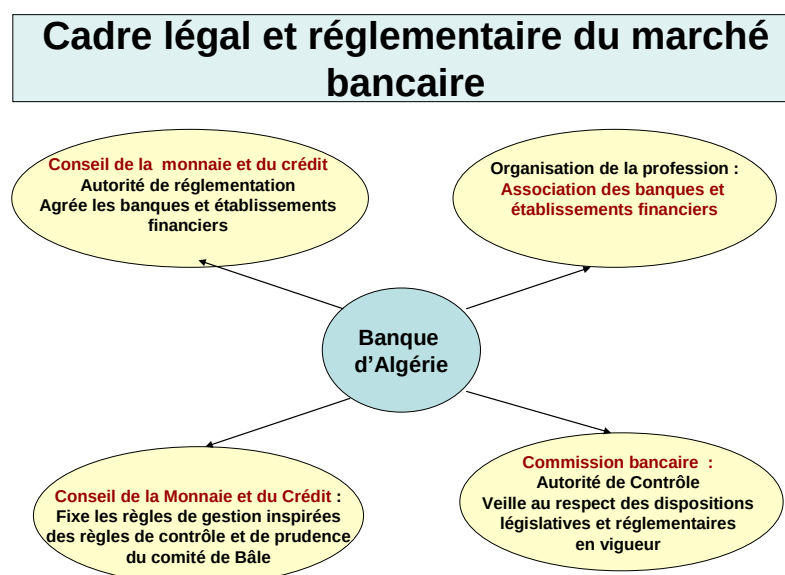
D'une manière générale les banques poursuivent leur consolidation, en termes de restructuration du bilan, de renforcement des techniques et des systèmes de contrôles et de développement de l'offre de produits. Cette modernisation est conduite par le Ministère des Finances avec notamment l'appui du programme MEDA de l'Union Européenne. Cependant, il existe un certain nombre de contraintes du marché bancaire :

- une position dominante d'un actionnaire dans le marché en l'occurrence l'Etat, qui ne stimule pas suffisamment ce marché,
- un système de paiement peu efficace,
- un fort besoin de restructuration et de modernisation des banques publiques,
- en termes d'activité, il n'y a pas suffisamment de grandes banques internationales pour diffuser la modernité et assurer le trait d'union avec les investisseurs étrangers,
- la transformation insuffisante des ressources commerciales en emplois commerciaux (un ratio crédits/dépôts de 53%) conjuguée à un besoin d'actifs financiers liquidables à court terme,
- le besoin de libérer des crédits au bénéfice entre autre du financement hypothécaire tout en développant de nouveaux métiers dans ce créneau.

I.5 Le cadre opérationnel du marché bancaire est dominé par une politique de libéralisation

- le marché est libre à l'investissement avec, un capital minimum requis de 30 millions de dollars pour une banque et de 7 millions de dollars pour un établissement financier,
- les taux d'intérêt bancaire sont librement déterminés,
- un marché des changes fixe le prix externe de la monnaie,
- un marché monétaire qui organise les échanges de liquidité bancaire et permet la formation du taux d'intérêt à court terme de la place,
- une activité bancaire qui opère dans un contexte de convertibilité courante.

ORGANIGRAMME LE CADRE LEGAL ET REGLEMENTAIRE DU MARCHÉ BANCAIRE⁶



MF/2005

7

I.6 Le marché des assurances

Parallèlement au secteur bancaire, le secteur des assurances est également ouvert aux capitaux privés sans distinction d'origine. Ainsi, depuis la promulgation de l'ordonnance 95-07 du 24/01/95 relative aux assurances⁷, plusieurs sociétés privées d'assurance ont été créées, parmi elles, nombreuses sont celles à capitaux étrangers. Il s'agit d'un secteur très prometteur pour l'investissement privé dans la mesure où le marché des services d'assurance est encore loin d'être saturé.

Le secteur des assurances en Algérie a enregistré, au cours de l'année 2006, une croissance de 13% en réalisant un chiffre d'affaires de 46,5 milliards de dinars contre 41,2 milliards en 2005. Selon le rapport sur le développement du marché des assurances en Algérie⁸, il apparaît que l'assurance automobile et l'assurance des personnes font partie des secteurs qui ont enregistré une croissance évaluée à 13,6% alors que l'assurance des personnes a atteint un taux de 22,9%. Les statistiques présentées indiquent que le secteur de l'assurance automobile représente 45% de la part du marché des assurances, alors que l'assurance sur les incendies, les accidents de la circulation, et les risques variés représente le deuxième secteur important.

Le marché des assurances en Algérie a été évalué par les experts à 500 millions d'euros en 2006. Le rôle du secteur de l'assurance dans l'économie demeure faible : il ne représente que 3,66% du PIB en 2004. Il existe aujourd'hui 17 compagnies d'assurance en Algérie, mais malgré cela le secteur enregistre un grand retard en ce qui concerne les indemnisations. Deux raisons principales à cette faiblesse : le manque de ressources humaines qualifiées et la prédominance des sociétés publiques. Elles sont trois à dominer 67% de l'activité, à savoir la CAAT, la SAA (Société algériennes des assurances) et la CAAR (Compagnie algérienne d'assurance et de réassurance). Le marché est dominé par trois branches : l'automobile, le transport et l'industrie. Amorcée depuis une dizaine d'années, la libéralisation du marché algérien de l'assurance, jusque là dominé par les entreprises d'Etat, a donné une première impulsion au secteur, qui s'est traduite par une multiplication des acteurs.

L'activité d'assurance s'exerce au sein d'un marché libre caractérisé par 12 sociétés d'assurance, dont 6 privées, un réseau très peu étendu qui traduit une faible implantation de vente, 80% du Chiffre d'Affaires est réalisé par des entreprises publiques.

Il demeure que le marché des assurances est organisé, réglementé et régulé par le Ministère des Finances. Il nécessite une restructuration profonde et un développement rapide visant particulièrement une meilleure couverture du patrimoine et une plus grande solvabilité.

I.7 Le marché des capitaux

Le marché des capitaux dont le rôle essentiel est de canaliser l'épargne et d'assurer le financement de l'investissement reste embryonnaire avec :

- Une **faible capitalisation** du marché des actions avec **moins de 1% du PIB**,
- cependant, le **marché obligataire privé**, connaît une timide effervescence puisqu'il a permis de lever en 2004 près de **800 millions \$**,
- et un **marché des valeurs de l'Etat** de près de **10 milliards \$**.

Actuellement, le financement domestique de l'économie s'opère essentiellement à travers la dépense publique, les crédits à l'économie, les financements propres aux agents économiques prélevés sur l'épargne bancaire, d'une circulation monétaire hors banques et d'un financement par le marché financier (obligations).

La **régulation** du marché se fait par des autorités identifiées et l'intermédiation s'effectue par des agents privés. Les titres sont **dématérialisés** et sont inscrits auprès d'un dépositaire central des titres. **Ce sont quatre institutions qui structurent et organisent le marché des capitaux** : l'autorité du marché, la société de bourse, les intermédiaires, le dépositaire central des titres.

Cependant, le marché reste peu développé et connaît un certain nombre de contraintes: l'insuffisance du flottant, un système de paiement insuffisamment développé pour diffuser les opérations et une insuffisance de titres cotés en bourse.

En conclusion, la modernisation des banques semble vitale pour que l'Algérie puisse se dégager de la fragilité de sa situation économique et financière en raison de sa dépendance vis-à-vis du prix du pétrole qui représente 97% des recettes d'exportations et près de la moitié du PIB. Sur le plan budgétaire, la fiscalité pétrolière représente près de 60% des recettes de l'Etat.

La stratégie de réforme du secteur financier doit être assise sur la réforme du secteur bancaire⁹. C'est une démarche globale pour réformer le secteur financier, y compris le secteur financier non bancaire, car toute l'intermédiation financière doit être réformée.

La situation financière difficile que connaissent des banques publiques rend d'autant plus nécessaire la poursuite d'une stratégie cohérente pour permettre de réduire progressivement le rôle de l'Etat dans le secteur. A cet égard, la réforme du secteur financier devrait prendre en considération les points suivants : améliorer la gouvernance des banques publiques et instaurer la concurrence dans le secteur bancaire¹⁰. Cette démarche accomplie ouvrirait la voie à une intermédiation efficace. Nous l'avons dit, le secteur bancaire algérien reste dominé par les grandes banques publiques. Celles-ci gèrent toujours plus de 80 % des dépôts et des actifs, des entreprises et des particuliers. Leur modernisation est impérative si on veut dépasser l'archaïsme du « système bancaire et financier qui ignore l'investissement » évoqué par S. Gouméziane¹¹. Cet auteur poursuit que « depuis plus de 10 ans, le gouvernement y a injecté des sommes colossales (près de 45% du PIB) pour couvrir leurs déficits et ceux des entreprises publiques dont elles assurent le financement ». Il continue, « les banques ont été amenées à octroyer des financements pour les activités commerciales de court terme des entreprises publiques, sans être trop regardantes sur la solvabilité de celles ci. Résultat : les banques publiques disposent d'un portefeuille important de créances douteuses. Devant cette situation, les banques publiques se trouvent dans l'incapacité de répondre aux demandes de ressources du secteur productif solvable ». En outre, il est à noter que les prêts improductifs représentent un sérieux handicap dans le déploiement des banques vers des activités de soutien à la création d'entreprises. En effet, selon une étude du FMI¹², **les créances douteuses du secteur bancaire de l'Algérie sont concentrées dans les banques publiques** qui avaient un ratio consolidé de prêts improductifs de 40 % à la fin de 2004. Les prêts improductifs des banques privées représentaient 4 % du total des prêts à la fin de 2004. Ensuite, **le maintien de l'octroi de crédits à de grandes entreprises publiques non rentables est le facteur principal à l'origine de la fragilité des banques publiques**. Entre 1991 et 2002, le Trésor a renfloué à maintes reprises des banques publiques pour leur permettre de satisfaire aux ratios prudentiels. En moyenne, ces interventions représentaient environ 4 % du PIB par an entre 1991 et 2002. Le Ministère des finances a estimé que le montant des prêts improductifs des banques publiques à des entreprises publiques déstructurées ou dissoutes était d'environ 290 milliards de dinars (soit près de 4 % du PIB) à fin juin 2005. Enfin, **les prêts improductifs des banques publiques au secteur privé ont aussi enregistré une récente progression**. Un audit de la Banque d'Algérie de cinq banques publiques (sur six) a conclu que les créances douteuses de ces banques au secteur privé représentaient 33 % du total de leurs prêts à ce secteur à la fin de 2003. Cela est principalement imputable à l'expansion rapide des crédits accordés au secteur privé du fait des abondantes liquidités des banques et à leur faible capacité d'évaluation des risques.

En outre, Gouméziane poursuit que « les banques privées disposent encore de peu de moyens pour pouvoir entrer en concurrence avec les banques publiques ». Il poursuit en soulignant que, « la Banque centrale algérienne, qui avait conquis son autonomie dans le cadre de la Loi sur la Monnaie

et le Crédit de 1990, est repassée sous la tutelle gouvernementale durant l'été 2000, et a continué de subir les injonctions administratives et politiques. Ce n'est qu'en octobre 2002 qu'elle s'est engagée à contrôler le fonctionnement interne des banques et établissements financiers. Ces facteurs ont pour conséquence de limiter la venue des investisseurs étrangers auprès des guichets des banques, sauf pour y placer leurs capitaux dans le secteur énergétique ou dans celui de la téléphonie ». La crédibilité du système bancaire et d'une façon générale du système financier est une exigence fondamentale pour promouvoir un développement économique durable.

II. La transition vers la modernité du système financier algérien

Peut-on parler d'effets bénéfiques de la Finance sur le développement économique ? La Finance précède-t-elle l'industrie et son action peut-elle être considérée comme l'anticipation de la création de richesses futures ? Ou est-ce l'industrie qui prend l'initiative de la croissance économique impliquant dans ce mouvement l'intermédiaire financier qui ne serait qu'un accompagnateur quelque peu passif ? La question est ancienne et les économistes ont eu à se déterminer vis-à-vis de cette question. Parmi les plus fameux, on peut citer Joan Robinson et son aphorisme : « *When industry leads, finance follows* »¹³ que l'on oppose rituellement à J. A. Schumpeter qui a défendu l'idée selon laquelle : « Les services que rendent les intermédiaires financiers sont essentiels pour provoquer, faciliter et accompagner les innovations technologiques et le développement économique »¹⁴. Dans cet ordre d'idée et prolongeant sa réflexion, Schumpeter pense que le monopole puissant est mieux à même d'innover et de se lancer dans des activités novatrices que l'entreprise individuelle, thèse qui sera combattue par l'économiste plus libéral : K.J. Arrow¹⁵.

Nous proposons d'exposer les arguments qui semblent aller dans le sens de la promotion du développement financier pour un pays qui souhaite accélérer la modernisation de ses structures économiques.

II. 1 Les enseignements de la théorie et de la recherche économiques

Récemment, le thème d'une croissance économique induite et facilitée par la finance, a été repris par un certain nombre d'auteurs. Le débat n'avait d'ailleurs jamais été réellement clos, c'est une idée ancienne qui se prolonge au fur et à mesure des avancées de la théorie financière. Nous citons en note de bas de page des références citées dans le rapport du Conseil d'Analyse Economique CAE (2007) précédemment évoqué¹⁶. En résumé, on peut dire qu'au vu d'un certain nombre d'études, l'intermédiation financière aurait une incidence directe sur le développement des entreprises et aurait une certaine influence sur le niveau du PIB et la productivité globale des facteurs¹⁷. Par ailleurs, l'intégration et la concentration industrielles nécessitant des quantités importantes de capitaux, la présence de marchés financiers larges et profonds faciliterait ces mouvements¹⁸.

Ceci va dans le sens des thèses qui soutiennent que les marchés financiers possèdent des externalités positives qui influenceraient favorablement le secteur réel de l'économie. Mais si un système d'allocation efficiente du capital financier existe, encore faut-il qu'il existe des entreprises, et donc des entrepreneurs, prêts à s'engager dans des activités productives.

La seule structuration d'un marché financier moderne et efficace est une condition nécessaire mais non suffisante du développement économique.

Il faut un projet industriel de grande envergure qui permette de mobiliser, dans un premier temps, une large partie du salariat disponible. Il vaut mieux que ce projet intègre des innovations technologiques permettant d'entrevoir un mouvement de mutation économique de grande ampleur. Dans un contexte comme celui de l'Algérie, où une main d'œuvre qualifiée est disponible, ce type de projet ne nécessiterait pas trop de temps de mobilisation des facteurs de production. Mais une autre condition surgit : celle des débouchés. La production nouvelle doit rencontrer une forte

demande tant intérieure qu'extérieure et l'on comprend bien que la question des systèmes de distribution, du transport, et en général de la logistique, pourrait se poser avec une très forte acuité.

L'histoire économique nous enseigne que de tels mouvements ont parfois été initiés par des monopoles, étatiques ou non, qui, une fois l'impulsion novatrice achevée, ont procédé à des actions d'externalisation progressive de certains segments productifs auprès d'entreprises individuelles privées. Souvenons-nous de la révolution industrielle japonaise qui a profité (malheureusement) du développement considérable de son industrie d'armement pour accomplir les actions de structuration de son appareil productif à l'intérieur de vastes conglomérats, les *Zaibatsu*.

L'allocation efficace du capital peut se concevoir à travers l'organisation d'un vaste marché de la dette publique négociable sur lequel l'Etat pourrait proposer des titres tant monétaires, de types Bons du trésor, qu'obligataires sous forme d'emprunts à taux fixe, voire à indexation sur une référence quelconque (on pense immédiatement au cours mondial du pétrole comme facteur d'indexation, mais un indice d'évolution du niveau général des prix nationaux est tout aussi envisageable). L'Etat s'endetterait afin d'investir dans de nouvelles activités productives par l'acquisition de licences d'exploitation ou de biens d'équipement matériels. Toute action d'amélioration des infrastructures serait la bienvenue dans la mesure où c'est le type même d'équipement à fortes externalités positives (cf. sur ce point les effets attendus d'une construction de l'autoroute Est / Ouest de l'Algérie). Il ne faut pas oublier non plus la possibilité d'engager un vaste plan de construction de logements sociaux qui pourraient permettre de loger les salariés du nouveau secteur et leur famille.

Il convient d'évoquer maintenant la question de la limite de l'endettement de l'Etat. En effet, beaucoup d'Etats ont pratiqué un recours massif à l'endettement qui les a amenés à connaître des problèmes de soutenabilité de la dette. Une norme de 60% à 70% du PIB national annuel (ressources minières comprises) nous semble une limite acceptable pour un tel endettement, dans une période non inflationniste, (étant étendu que le ratio Dette publique / PIB n'atteint pas aujourd'hui 50% en Algérie).

Le développement et l'animation de ce marché devront être assurés par des intermédiaires financiers, bancaires ou non, ayant une mission clairement établie de type *Primary Dealer*¹⁹. Par ailleurs, il est souhaitable que les titres publics soient largement répandus dans les bilans de tous les agents, financiers ou non. Il est même souhaitable qu'une partie de l'épargne des agents non financiers (ANF) vienne se fixer sur ces titres. La raison en est simple : les Autorités monétaires pourront infléchir avec d'autant plus d'efficacité les comportements des agents via des actions de type *open market*. Il est même envisageable qu'un compartiment spécial soit réservé aux établissements de crédit bancaire constituant le noyau d'un marché monétaire plus grand qui l'engloberait.

Ainsi, les actions de politique monétaire menées pas la Banque Centrale pourraient-elles agir plus directement sur les conditions du marché de ces titres, c'est-à-dire manipuler plus finement le taux d'intérêt à court terme. Les impulsions se propageraient sur toutes les échéances par le canal du taux d'intérêt (sous réserve de limites récentes liées à la déconnexion des taux courts et longs ces deux ou trois dernières années faisant apparaître une nette perte d'influence des taux courts des banques centrales sur la gamme des taux longs et des rendements de marchés). La création monétaire pourrait avoir une origine bancaire par l'octroi de crédit tandis que les actions sur le taux à court terme permettraient d'orienter les mouvements de la liquidité monétaire et au-delà la croissance économique.

Mais la question se pose de savoir s'il est préférable de promouvoir le financement intermédié par les banques, notamment, ou le financement désintermédié passant exclusivement par le marché financier.

II. 2 Inter médiation financière versus Marchés financiers

En réalité, cette question est une fausse alternative dans la mesure où le constat est partout le même : les économies dans lesquelles se structurent de vastes et liquides marchés financiers, loin d'évincer les intermédiaires financiers, leur réservent le rôle d'animateurs officiels de ces marchés. C'est en effet un paradoxe de l'Histoire financière moderne : dans la plupart des pays industrialisés, les intermédiaires financiers ont concouru à l'établissement de systèmes de financement intermédié par les marchés financiers. Marginalement, on remarque de sporadiques actions de désintermédiation qui sont le fait d'ANF plus assurés financièrement qui accèdent directement aux marchés financiers tant à l'offre qu'à la demande de titres. Très souvent, d'ailleurs, ces actions sont motivées par la recherche d'une diversification des placements ou des sources de financement en vue de réduire certains risques.

Il faudra, malgré tout, définir les contours des missions assignées à chaque protagoniste dans le mouvement de développement du marché financier. Nous pensons qu'il serait souhaitable qu'en Algérie, une Agence officielle soit la promotrice de l'élaboration du développement financier. En procédant par analogie, cette Institution pourrait être élaborée sur le modèle de l'Agence France Trésor, recevant une dotation budgétaire autonome annuelle en vue d'effectuer les opérations de financement de la dette. Par ailleurs, un compte de commerce pourrait être établi à l'intérieur de chaque Loi de Finances, comme dans le cadre de la LOLF française, et permettrait de retracer l'ensemble des actions de financement et d'orientation des fonds fixés sur les titres de la dette Publique négociable²⁰.

Un marché, certes, mais organisé, et dont la vocation essentielle serait d'assurer la parfaite liquidité des titres négociés. Ceci nous amène à recommander de nouveau le modèle de base des titres obligataires assimilables qui apporteraient une profondeur certaine au Marché financier. Des contrats d'animation entraîneraient l'obligation pour un certain nombre d'intermédiaires, d'assurer une contrepartie permanente par proposition d'une fourchette « Bid-Ask ».

Nous pensons, de surcroît, que les Etats du Maghreb pourraient initier une unification de leurs marchés financiers par intégrations successives de leurs compartiments nationaux des titres de la dette publique. A terme, on peut imaginer, sous réserve d'une normalisation de la vie politique et des relations extérieures qu'entretiennent ces pays, qu'une Agence de la dette Publique du Maghreb prendrait en charge l'animation d'un vaste marché financier pan-maghrébin sur lequel pourrait venir se fixer des flux d'épargne marocains, algériens et tunisien, d'une part, et internationaux, d'autre part.

Une autre question fondamentale est celle de la solidité du Marché financier. Cette question est conditionnée directement par l'existence d'un fort niveau de crédibilité de l'Etat, notamment dans ses actions de gestion de sa dette.

II. 3 Le Projet industriel financé par l'endettement de l'Etat

Il est désormais notoire que les réserves de pétrole et de gaz de l'Algérie sont appelées à s'épuiser et certaines études pessimistes donnent environ 40 ans de durée de vie aux stocks actuellement en exploitation. Par ailleurs, les investissements dans le secteur de l'exploitation pétrolière sont très coûteux et nécessitent des délais d'amortissement très longs.

Il faudrait aussi développer plusieurs tranches d'un programme de construction de centrales solaires dans les régions sahariennes. Il serait souhaitable que les premiers subsides obtenus par l'endettement soient affectés à ces constructions, par exemple en s'engageant dans un vaste Plan de rénovation des infrastructures terrestres, voies de communication etc., mais aussi un Plan de construction de logements sociaux destinés à élever le bien-être de la population. C'est-à-dire qu'il faut que l'endettement nouveau de l'Etat soit la contrepartie d'une amélioration de l'environnement socio-économique de toute la Nation. Cette mission pourrait être dévolue à une Agence de Développement Economique et Social qui récupérerait une partie de la rente pétrolière.

Selon certains experts, l'énergie solaire produite dans le Sahara pourrait satisfaire 25% des besoins d'électricité européens. On pourrait obtenir de l'électricité « propre » en vue de :

- la mettre à la disposition de la population
- la mettre à la disposition des entreprises
- produire par hydrolyse de l'eau de l'oxygène exportable et de l'hydrogène utilisable dans les piles à combustibles²¹
- désaliniser de l'eau de mer
- l'exporter vers l'Europe²².

Et la liste pourrait s'allonger, sans oublier que toutes ces productions pourraient permettre d'obtenir l'attribution de certificats d'émission de CO₂ pouvant être cédés sur les marchés internationaux de droits.

La fixation d'une partie de l'épargne internationale sur ces titres doit entraîner la réalisation d'investissements rentables permettant d'assurer le service de la nouvelle Dette Publique. Cependant, il faudra veiller à ce qu'une stabilisation permanente permette à ce nouveau marché d'évoluer dans l'équilibre sans troubles tant intérieurs qu'extérieurs, ces derniers pouvant entraîner des dysfonctionnements sur le marché des changes.

II. 4 Les écueils à éviter en développant le secteur financier algérien

Il nous semble que deux types d'écueils sont à discerner bien qu'ils proviennent de la même cause : l'apparition de dysfonctionnements de type « spéculatif ».

Le spectre des crises spéculatives.

Nous ne reprenons pas toute la littérature sur cette question dans le cadre de cet article. Nous nous cantonnons à recenser les écueils qui pourraient apparaître dans la situation que nous venons de décrire.

Tout d'abord, les précautions que nous avons évoquées à propos de la surveillance du nouveau marché de la Dette publique concernent la surveillance de l'équilibre des flux internes de capitaux. Le service de la Dette et les actions de surveillance de l'Agence de la Dette Publique viseront à renforcer la crédibilité du nouvel endettement public. Comme les titres seront largement répandus dans les bilans des ANF et des intermédiaires financiers, le taux d'intérêt d'équilibre acquerra petit à petit le statut de « variable financière causale » c'est-à-dire que ses fluctuations influenceront toute la gamme des taux d'intérêt de la structure par termes. On peut même penser que l'intégration financière se renforçant, ce taux d'intérêt pourra influencer les cycles économiques de la sphère réelle de l'Economie. C'est pour cette raison qu'il faudra envisager que l'on agisse tant sur l'offre que sur la demande sur le marché de la Dette publique et ce, par l'activation d'un « Fonds de Soutien de la Dette publique ».

Ce qu'il faut éviter, c'est qu'un seul investisseur contrôle à lui seul plus de 15% de la dette car dans ce cas, il pourrait faire pression sur les Autorités de tutelle pour obtenir des conditions hors marché qui fausseraient l'équilibre concurrentiel. Par ailleurs, pour enrayer les phénomènes de type « bulles spéculatives rationnelles » ou de type « sur-ajustement », les interventions sur le marché doivent intervenir à la hausse ou à la baisse. Un système de suspension des échanges (limit up, ou down) par réservation à la hausse ou à la baisse devra être mis en place de manière à informer le plus rapidement possible l'ensemble de la Communauté financière de la présence d'une anomalie de marché. Les teneurs de marché seront mis à contribution et pourront « hors séance » procéder à des cessions-ventes de titres avec le Fonds de Soutien afin de régulariser les actions de marché.

Le problème le plus aigu, qui nous semble plus menaçant pour les Autorités financières, est celui des mouvements internationaux de capitaux passant au préalable par le marché des changes. Car, dans certains cas, le problème financier intérieur peut se conjuguer avec une crise de sous ou sur évaluation du taux de change qui peut se transmettre aux différentes lignes de la Balance des Paiements. C'est pourquoi, la Banque Centrale doit absolument être associée aux actions de

surveillance et de régulation de l'Agence de la Dette. De surcroît, la Banque Centrale devra détenir en permanence des stocks de devises lui permettant de réguler le taux de change de sa monnaie. Il faut donc envisager une conversion permanente en devises d'une partie des capitaux venant se fixer sur la dette Nationale et une gestion de ces avoirs par la Banque Centrale. Le taux de change devra constituer un objectif de politique monétaire qu'il conviendra de réguler par la gestion des avoirs en devises. Nous sommes conscients du fait que les crises du change sont les plus difficiles à réguler et qu'en cas de déséquilibre prononcé, seuls des accords internationaux avec d'autres Banques Centrales coopératrices pourraient enrayer de tels mouvements.

C'est le principal écueil et le plus menaçant dont il convient de se prémunir par des politiques financières mesurées et pondérées et une surveillance permanente du marché par les Autorités de tutelle.

La nécessaire surveillance des marchés par les Autorités de Tutelle.

Banque Centrale, Trésor public et Fonds de soutien de la Dette publique, Autorités financières de Tutelle, devront coordonner leurs actions stabilisatrices, tandis que l'Agence de Développement Economique et Social devra posséder des comptes transparents afin de renforcer la crédibilité de ses projets d'investissement.

Cette cohésion nous semble compatible avec une direction de la Politique Economique et il faudra certainement compter sur les études de l'Agence de Développement économique et social qui guideront l'action des Pouvoirs publics.

Nous recommandons que des objectifs budgétaires annuels soient établis en Algérie lors de l'élaboration des Lois de Finances qui seraient accompagnées d'un dispositif de mesure de l'efficacité par observation des écarts avec les objectifs assignés en début d'année budgétaire.

Ce serait aussi l'occasion d'évaluer les actions des Autorités financières de tutelle, tâche qui reviendra à une Cour des comptes « rénovée ».

La Finance est affaire de transparence et de clarté, l'équilibre qui en découle est nécessaire au développement et à l'équilibre économique. L'action des Autorités financières de tutelle serait paralysée par l'établissement de manipulations occultes car l'histoire financière nous enseigne qu'une partie des crises financières trouve son origine dans l'avidité de quelques uns qui peuvent ruiner l'épargne des plus modestes. La légitimité des actions de régulation doit trouver son socle dans l'établissement d'un cercle vertueux de décisions démocratiquement élaborées et régulées par le décideur public.

III. La nécessaire transformation du système financier public Algérien

Quelle que soit la différence des niveaux de développement des systèmes financiers dans la région Moyen-Orient et Afrique du Nord (MENA), le rôle joué par ces systèmes demeure moins important que dans d'autres économies ayant des niveaux de revenus similaires. L'état des lieux du système financier algérien précédemment dressé, et les exigences de transition vers la modernité de ce système que l'on vient d'esquisser, plaident à l'évidence pour une nécessaire modernisation. Le système financier algérien doit faire face à la mondialisation et à la globalisation financière ; un positionnement du Trésor public algérien sur le marché des dettes souveraines paraît en ce sens opportun.

III.1 La novation du système financier algérien face à la mondialisation

Le système financier d'une économie est, au sens strict, l'ensemble des mécanismes et des acteurs participant au financement de cette économie (nationale). Cette définition traditionnelle est aujourd'hui largement remise en cause par la globalisation/mondialisation financière, même pour un pays comme l'Algérie qui demeure largement auto-centré pour assurer son propre développement (sous la réserve, de taille, que constitue la variable « exportation des hydrocarbures »). Le système financier d'un pays est aujourd'hui devenu un complexe de structures et de comportements monétaro-financiers mondialisés. Ces structures et comportements sont relatifs à l'émergence, la

propagation, la régulation et la signification des variables monétaires et financières au cours des processus de dynamique économique désormais globalisés dans l'économie mondiale.

La mondialisation financière contemporaine n'est pas la première de l'histoire des économies marchandes capitalistes. On se souvient en effet que de 1870 à 1913 était apparue une « première ère » de la mondialisation, allant de pair avec l'accession de la Grande-Bretagne au statut d'économie dominante, avec le développement de marchés financiers sophistiqués faisant de la Cité de Londres le pôle financier mondial, universellement reconnu par les grandes puissances. Mais, bien entendu, le statut colonial de l'Algérie et des économies de la région Moyen-Orient et Afrique du Nord, empêchait à l'évidence une quelconque autonomie du système financier de ces économies.

La mutation actuelle des systèmes financiers s'inscrit dans le vaste mouvement de globalisation et de mondialisation financières qui a transformé la Finance des économies de marché au tournant des années 1980. Trois phénomènes-clés jalonnent la transition vers les nouveaux systèmes financiers actuels : le changement de politique monétaire (le « tournant monétariste »), apparu en 1971 aux USA puis, sous l'impulsion de Paul Volker (période qui marque aussi l'épanouissement des politiques économiques à la Reagan-Thatcher). La création au cours des années 1970 du Marché des options négociables par Léo Melamed à Chicago. Enfin, l'éclatement au Mexique en 1982 de la première grande crise financière contemporaine des pays émergents. Trois phénomènes : déréglementation, décloisonnement et désintermédiation, pédagogiquement regroupés par Henri BOURGUINAT²³ sous le vocable de règle des trois « D », permettent de schématiser cette mutation vers un marché global continu de la Finance respectant aujourd'hui, comme dans la Théâtre Classique, la règle des trois unités : **temps** (fonctionnement 24 h/24h), **lieu** : Places financières en réseaux connectés, **action** : similitude des outils techniques de financement, de placement, de couverture, d'arbitrage, de spéculation ...).

La **déréglementation**, mouvement multiforme de disparition de règles, normes et contrôles a trouvé son point de départ aux USA, notamment dans le secteur bancaire, à l'origine le plus réglementé. La suppression en 1980 de la réglementation Q (instauration d'un plafonnement de la rémunération et du montant des dépôts à vue détenus par des non-résidents dans les banques américaines, ayant conduit dans les années 60 au développement de l'euro-dollar, des euro-devises et des euro-marchés) a marqué le début d'un mouvement qui a gagné très vite les principaux pays occidentaux développés. Le « corset » contrôlant le crédit est supprimé au Royaume-Uni en 1980 ; l'encadrement du crédit disparaît en France en 1984 ... Fait notable, une vague d'innovations financières se met rapidement en place aux USA, avec la nouvelle Politique monétaire et la libéralisation des taux d'intérêt, innovations qui se répandent ensuite dans de nombreux pays de l'OCDE²⁴. En France, c'est sous l'impulsion du Trésor public que se mettra en place au milieu de la décennie 1980 une politique de déréglementation monétaire et financière : nouvelle Dette publique négociable, réforme du marché monétaire, réforme de la Bourse ... et plus tard, autonomie de la Banque Centrale. Une libéralisation des mouvements de capitaux avec suppression du contrôle des changes au Royaume-Uni, au Japon ... puis en France (en 1990) entraîne un envol de la Finance directe et un développement des marchés financiers. Par voie de conséquence, apparaît un transfert des risques : dans un premier temps des intermédiaires financiers vers les agents investisseurs, dans un second temps vers l'ensemble des investisseurs, y compris institutionnels, engagés sur des produits structurés ou dérivés servant d'éléments d'adossement aux crédits et titres à risque manifestement sous-évalué. Une conséquence directe en est l'augmentation des primes de risque pesant sur les taux d'intérêt. Par ailleurs, la globalisation financière contribue à la constitution d'un capitalisme patrimonial qui va de pair avec un accroissement de l'instabilité et de la volatilité des marchés financiers, conduisant à se poser de façon renouvelée les questions du prêteur en dernier ressort et du risque « systémique ».

Le **décloisonnement**, par l'ouverture au sein même des marchés nationaux, conduit à l'intérieur de ceux-ci au dépassement des compartiments préexistants. Cela a été le cas aux USA avec un intense mouvement de déspecialisation des activités financières. Le Big Bang de 1986, au Royaume-Uni, a profondément modifié les structures et comportements financiers de ce pays. En France, le decloisonnement des marchés du crédit (qui avait été précédé d'une quasi-banalisation des réseaux de Caisse d'Epargne) a été marqué profondément par la loi bancaire de 1984, clé de voûte de la réforme monétaire-financière (comme ce sera potentiellement le cas en Algérie avec la loi bancaire de 1990). Ainsi les marchés des capitaux sont-ils devenus aujourd'hui un marché unifié de fonds allant du jour le jour, au court, moyen, long et très long terme (le Trésor public français émet des obligations à 50 ans) avec par ailleurs pour l'Europe une mise en place, à petits pas, d'un marché unique des services financiers.

La **désintermédiation** traduit l'essor de la FINANCE directe aux dépens de la FINANCE indirecte (ou intermédiée). Elle aboutit aujourd'hui au fait que, dans les pays occidentaux développés les titres représentent les quatre cinquièmes des financements de marché, alors que les crédits bancaires voient, en conséquence, leur place beaucoup plus réduite. Ce phénomène, bien marqué dans les années 1980, s'est largement développé tout d'abord avec la généralisation des « mutual funds » aux principales économies industrialisées. Cela a été le cas en France avec la création des Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières OPCVM (amplifié par l'ouverture des fonds de capitalisation de ce type, et maintenant avec les « trackers » ou ETF : Exchange Traded Funds ou Fonds Cotés en Bourse) disponibles sous la forme de parts de Société d'Investissement à Capital Variable : SICAV ou de Fonds de Commun de Placement : FCP²⁵. Le phénomène s'est développé ensuite avec les opérations de titrisation. Ces opérations issues de la crise financière des pays occidentaux en 1982, ont connu plusieurs générations successives ; l'objectif central de ces opérations est d'améliorer les ratios de solvabilité des banques qui cherchent à alléger leurs bilans de créances susceptibles de conduire à des provisions importantes. Des titres sont ainsi émis par des intermédiaires financiers (titres adossés sur des crédits bancaires de qualité et de risque divers). Cette titrisation dilue les risques en facilitant la transmission et le refinancement des activités financières primaires (par exemple dans le cas d'un agent non financier empruntant auprès d'une banque - qui lui octroie un crédit bancaire - en vue d'un achat immobilier). Mais, cette dilution entraîne une dissémination des risques entre les porteurs (éventuellement successifs) de titres. S'il arrive, et ce n'est pas toujours une pure hypothèse, que les crédits bancaires ne soient pas remboursés à l'échéance, et malgré l'existence éventuelle de gages (hypothèques dans le cas immobilier), un risque de crise apparaît : crise des « Junk bonds » obligations « pourries » aux USA ; structures de « defeasance », cantonnement ou défaussement lors de la crise du Crédit Lyonnais en France ; crise des crédits immobiliers dite des « subprimes » à l'été 2007 qui a engendré une crise de liquidité bancaire, qui pourrait à son tour provoquer une récession économique par l'effondrement du secteur immobilier des pays industrialisés ...

Peut-on vraiment parler de désintermédiation du seul fait du développement de la part relative des titres dans les processus financiers ? On a noté précédemment l'intensité théorique du débat : intermédiation financière *versus* marchés financiers. Une double esquisse de réponse peut être apportée à l'interrogation posée. Sur le plan formel, le développement important de la part des titres devrait conduire à une réponse positive. Sur le plan substantiel, une analyse plus approfondie est nécessaire. Il est certes vrai que le hors bilan des banques est aujourd'hui plus de dix fois supérieur au total de bilan de ces dernières dans les pays occidentaux. Mais il ne faut pas croire que, par exemple, le développement des OPCVM en France entraîne seulement un report du risque sur l'investisseur final, souvent agent non financier. En effet, ces OPCVM sont généralement des « créatures » des banques ou des compagnies d'assurance. En cas de crise grave, la maxime « too big to fail », valable pour les banques ou des compagnies d'assurance ne vaudrait-elle pas pour leurs « créatures » ? ²⁶ Il ne faut surtout pas oublier que les banques (mais aussi les autres

intermédiaires financiers) jouent un rôle important d'animation (conseil, courtage, contrepartie ...) des marchés financiers ; en ce sens si l'intermédiation de bilan (activité bancaire traditionnelle) a nettement décliné, l'intermédiation de marché a vu pour sa part son rôle considérablement augmenter. L'économie française a ainsi pu être qualifiée d'économie de marchés financiers intermédiée... même si la globalisation financière la pousse à devenir une « pure » économie de marchés financiers.

Face à cette mondialisation/globalisation le système financier algérien, comme montré dans l'état des lieux précédent, a entamé déjà une véritable mutation dont les limites et les insuffisances ont été précisées. La tradition centralisatrice de l'Etat algérien, héritée en partie de l'histoire coloniale, amplifiée par la phase planificatrice et la politique monétaro-financière menée jusqu'à la loi bancaire de 1990, laisse apparaître cependant un levier, un point d'appui pour une transformation ultérieure : le Trésor public. Ne serait-il pas possible et souhaitable de permettre à une Agence du Trésor public algérien de prendre sa place sur le marché international des dettes souveraines ?

III.2 Une agence du trésor public algérien positionnée sur le marché des dettes souveraines

Le marché des dettes souveraines n'est pas, comme on le croit parfois, le seul apanage des pays développés : nombre de pays émergents y participent, notamment dans le cadre de la mondialisation actuelle, depuis l'essor des obligations (Bonds) BRADY depuis le début des années 1990.

Une étude empirique récente (2006) menée par trois auteurs : Paolo MAURO, Nathan SUSSMAN et Yishay YAFEH a abordé la question en se centrant sur le problème crucial des marges (spreads) qui permet, entre autres, de donner une indication sur la solidité et la crédibilité d'un système financier public national inséré dans la finance mondialisée²⁷. A l'aide de régressions sur données de panel pour un vaste échantillon, ils tentent de découvrir les facteurs-clés influençant les marges des obligations souveraines des pays émergents, tant lors de la première globalisation (fin du XIX^{ème} siècle) que lors de la globalisation actuelle. Ils recherchent le lien entre les fluctuations de ces marges et divers événements phares : guerres, nouvelles économiques inquiétantes, réformes et événements liés aux dettes souveraines nationales. Leurs résultats sont doubles. **La première conclusion** est que l'impact principal sur les marges des pays émergents est lié aux nouvelles sur les guerres et l'instabilité (politique), alors que d'autres facteurs potentiellement attendus pour leur impact s'avèrent de faible influence : il s'agit notamment des nouvelles concernant les réformes institutionnelles, quelle qu'en soit la nature (positive ou négative) ... ce qui est peut-être simplement dû au fait que les effets des réformes institutionnelles demandent un temps assez long pour se réaliser. **La seconde conclusion** est que les marchés des dettes souveraines des pays émergents sont plus exposés que les autres à des effets de contagion. Ce phénomène est d'ailleurs beaucoup plus marqué pour la globalisation actuelle qu'il ne l'était lors de celle de la fin du XIX^{ème} siècle. Ceci peut s'expliquer par le fait que les pays émergents apparaissent aujourd'hui comme un groupe quasi-homogène, ce qui n'était pas le cas autrefois ; il tient aussi à l'existence d'une corrélation beaucoup plus importante que par le passé entre les fluctuations des marges. Les auteurs de l'étude citée en induisent une hypothèse de dimension systémique des investisseurs institutionnels qui les conduit (sans doute par un effet mimétique implicite) à accroître le risque de contagion international précité.

Le Trésor public algérien peut-il (et doit-il) se positionner sur le marché des dettes souveraines ? C'est la thèse défendue par cet article. Le Trésor public algérien a en effet la capacité d'émettre des dettes souveraines, d'emprunter sur le marché international des capitaux, à des fins de financement de projets d'investissements productifs. Il faut à ce propos rappeler que le financement budgétaire par la dette n'est pas aujourd'hui une question particulièrement pertinente en Algérie. Les ressources issues de la vente des hydrocarbures (dont une partie finance le budget algérien) sont largement satisfaisantes à cette fin, tout au moins tant que le cours du pétrole reste et restera élevé.

On peut penser que c'est une probabilité forte avec l'arrivée et le dépassement proches du « peak oil », et compte tenu des perspectives souhaitables dans une optique de développement durable, comme montré par le récent rapport de Nicolas STERN. La nouvelle dette souveraine devrait procurer des fonds supplémentaires en vue des projets d'investissements productifs précédemment évoqués.

Le Trésor public algérien doit, bien entendu, dans un premier temps remplir ses fonctions régaliennes classiques. En tant que « personnification financière de l'Etat », le Trésor est un véritable intermédiaire financier (public) au sens de la théorie financière. Son rôle peut en ce sens être schématisé autour de trois fonctions. La première est la fonction de gestion de la trésorerie de l'Etat, et indirectement, de l'ensemble des Administrations publiques au sens de la Comptabilité Nationale. La deuxième est la fonction d'opérateur d'intervention financière publique : tutelle stricte des intermédiaires financiers constitutifs de la constellation du Trésor et des correspondants de droit et de fait, tutelle des entreprises publiques, ordonnateur (éventuel) d'interventions financières en faveur des entreprises ... et gestionnaire des participations financières de l'Etat, rôle important en Algérie. La troisième fonction est celle de gardien des « grands équilibres » qui fait du Trésor l'animateur de la politique macro-financière algérienne ; c'est un rôle d'autant plus important que la Banque Centrale n'est pas (ou n'est plus après un court intermède) indépendante du pouvoir politique.

Le Trésor public algérien, dans sa fonction de responsable de la politique macro-financière, pourrait ou devrait se positionner sur le marché international des dettes publiques souveraines négociables, ce qui implique une novation structurelle de la politique de la dette publique algérienne. Cette novation essentielle devrait reposer sur un **principe-clé de négociabilité** dont découlent trois caractéristiques et deux conséquences essentielles. **Le principe-clé de négociabilité** repose sur la « normalisation » du Trésor public algérien en tant qu'emprunteur. Cet intermédiaire financier public doit se présenter sur le marché national (en partie à créer) et surtout sur les marchés internationaux (marché des dettes souveraines) sans privilège (notamment fiscal) particulier. Les fonds doivent être prélevés au prix du marché. Par ailleurs, les titres primaires doivent pouvoir faire l'objet à tout moment, et pour des montants importants, de négociations sur un marché secondaire des valeurs du Trésor. **La première caractéristique de cette dette publique négociable doit être sa simplicité** qui conduit à une standardisation des titres émis, en général Bons du Trésor (T-Bills) et Obligations du Trésor (T-Bonds). **La deuxième caractéristique doit être la liquidité** qui découle directement de l'exigence de négociabilité. La technique d'assimilation des titres va directement dans ce sens : elle permet en effet de rattacher un nouveau titre à une ligne d'emprunt préexistante ayant des caractéristiques spécifiques financières et fiscales identiques, tant pour certains types de bons que pour la plupart des obligations du Trésor. **La troisième caractéristique est la transparence** qui conforte les deux précédentes. Le placement de la dette publique négociable doit en effet se faire sur la base d'une mise en concurrence des souscripteurs via une adjudication par un mécanisme d'enchères²⁸ ; ceci suppose que le Trésor établisse, avant le début de chaque année, un calendrier prévisionnel d'émission indiquant le programme d'emprunts que l'Etat entend réaliser. **Les conséquences essentielles** de la mise en œuvre des principes précédents devraient être la solvabilité et la compétitivité des titres publics permettant au Trésor public algérien d'obtenir une bonne cotation par les agences financières de notation, cotation qui joue un rôle central dans l'existence de marges entre dettes souveraines. La solvabilité doit être inhérente aux titres de la dette souveraine algérienne émise par un intermédiaire financier de rang supérieur ... qui pratique une politique financière efficace et efficiente, respecte les normes prudentielles usuellement requises, et pratique un contrôle des risques par un suivi strict et continu des opérations. La compétitivité, exigence fondamentale dans un univers financier globalisé, doit découler des conditions d'émission et de transmission des titres publics, émis sans privilège, ce qui

suppose là encore une politique macro-financière adéquate ... qui implique à l'évidence une réforme des politiques monétaires et financières du Trésor public algérien.

L'émergence d'un marché de la dette publique négociable en Algérie conduisant à une insertion sur les marchés internationaux des dettes souveraines, amène à une transformation préalable du système financier algérien. Mais cette dernière ne pourra avoir d'effets qu'à une double condition. Elle doit en premier lieu s'accompagner d'une transformation plus ample du système budgétaire, et notamment d'une réforme budgétaire impliquant le passage d'une logique de moyens à une logique de résultats, dans un triptyque de gestion publique rénové, focalisé sur l'ensemble Objectifs/Résultats/Moyens qui doit permettre d'apprécier la performance budgétaire tant en termes d'efficacité que d'efficience. Elle doit en second lieu s'inscrire dans une réforme du système de décision public, ce qui conduit à une réforme de l'Etat, entendu au sens de réforme du Gouvernement des Administrations menée dans une réflexion plus ample sur la gouvernance des Institutions publiques.

Conclusion

Le plaidoyer pour l'émergence d'un marché de la dette publique négociable en Algérie, pour utopique qu'il puisse paraître, notamment compte tenu de la chaîne de réformes que son existence est susceptible d'entraîner, vise fondamentalement à insérer l'Algérie-autocentrée, dans l'économie financière internationale, sans oublier les turbulences, les vertiges et les risques de celle-ci. Il ne faut pas s'illusionner sur la durabilité des bienfaits de l'or noir (venin noir ?) pétrolier : l'impact sur les économies émergentes du syndrome hollandais « Deutch disease » est sur ce point connu. L'Algérie ne devrait pas laisser passer sa chance d'être un acteur reconnu sur le marché international des dettes souveraines des pays émergents.

Références

-
- 1 Pour cette partie on peut se référer à l'article de B.H. Bahloul, « **Réforme du système bancaire en Algérie** » ainsi qu'aux rapports établis par le Conseil National Economique et Social (CNES), « **Regards sur la politique monétaire en Algérie** », juillet 2005, et « **Problématique de la réforme du système bancaire** », novembre 2000.
 - 2 Cf. Amar Daoudi (2003), **Les problèmes de financements en Algérie**, communication présentée à la journée d'études sur l'investissement, organisée par l'Institut d'Economie Douanière et Fiscale, (IEDF), Koléa, Algérie
 - 3 Cf. Dib Saïd, « **Un système de plus en plus contesté : Où en est l'activité bancaire en Algérie ?** », *El Watan* du 10 octobre 2005.
 - 4 Cf. Dib Saïd, "**Un système de plus en plus contesté: Où en est l'activité bancaire en Algérie ?** », *El Watan* du 10 octobre 2005.
 - 5 Cf. "**Algérie: Réforme du système bancaire**", *Le Maghreb* du mardi 22 août 2006.
 - 6 Cf. « **Communication sur la réforme du secteur financier en Algérie** » Presented on February 3, 2005 at the 2005 US-Algeria Business Council Banking and Finance Symposium at the St. Regis Hotel in New York City, MF/2005.
 - 7 La promulgation de la loi 06-04 du 20 février 2006 modifiant l'ordonnance 95/07 relative aux assurances qui est à l'origine de ces changements annoncés consacre la libéralisation du marché et apporte un certain nombre de nouveautés, dont la possibilité donnée aux sociétés étrangères d'exercer en Algérie à travers des succursales sans à avoir à créer une compagnie de droit algérien.
 - 8 Cf. **la synthèse publiée dans le journal** « *El – Khabar* » du mardi 24 avril 2007.
 - 9 Cf. « Algérie : qui bloque la réforme bancaire ? », une analyse de l'Oxford Business Group (Royaume Uni), 04/2005 qui reprend une importante remarque faite par le Président Bouteflika contre le manque de progrès de la réforme bancaire, en disant : « Depuis 1999, on entend parler de réformes bancaires, mais n'y a eu que de la gabegie ». On peut lire le texte sur le site : www.oxfordbusinessgroup.com

- 10 On peut lire aussi le détail de la réforme du secteur financier dans le Rapport du FMI, n° 06/93, Mars 2006, p.18.
- 11 S. Gouméziane (2004), "**Algérie: un système archaïque**", in Centre d'études et de solidarité internationale (CEDETIM), Paris.
- 12 FMI(2006), *Rapport du FMI*, n° 06/93, page 10.
- 13 Citée dans « **Consolidation des Bourses Mondiales** » (2007). Rapport du Conseil d'Analyse Economique. Hamon, J., Jacquillat, B. et Saint-Etienne, C.- La Documentation française. p 43.
- 14 Schumpeter, J., A.(1961), **The Theory Of Economic Development** , Harvard University Press, p.10-11-51-66 et suiv. Cité dans le rapport du CAE, *conf supra*, page 43.
- 15 Sur la question de cette opposition, le lecteur peut consulter : du Parquet, L(1992)., **Innovations Financières, Dette Publique et Structure des Taux d'Intérêt**, Thèse pour le Doctorat d'Economie- PARIS X-, p. 12 et suiv.
- 16 - Demirgüç-Kunt, A. et Maksimovic, V. (1999)-« Institutions, Financial Markets and Firm Debt Maturity » *Journal of Financial Economics*-Vol. 54, n°3, p. 295-336.
- King, R. G., Levin, R., (1993)-« Finance and Growth : Schumpeter Might Be Right ? » *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 108, n°3, p. 717-737.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanès, F. (1998)- « Capital Markets and Legal Institutions » in *Beyond The Washington Consensus : Institutions Matter*, Burki et Perry (eds), World Bank Latin Latin American and Caribbean Studies, Viewpoints, chap. 4.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanès, F., Schleifer, A. et Vishny, R., N., (1998) : « Law and Finance »- *The Journal of Political economy*, vol. 106, n°6, p. 1113-1155.
- Levine, R. (1999)-« Law, Finance and Economic Growth »- *Journal of Financial Intermediation*, vol. 8, n° 1-2, p. 8-35.
- Levine, R. (2002)-« Bank-Based or Market-Based Financial System : Which Is Better ? »- *Journal of Financial Intermediation*, vol. 11, n° 4, p. 398-428.
- -Levine, R et Zervos, S (1998)- « Stock Markets, Banks and Economic Growth »- *American Economic Review (AER)*-Vol 88, n° 3, p. 537-558.
- Rajan, R. et Zingales, L. (1998)-« Financial Dependence and Growth »-AER- Vol 88, n° 3, p. 559-586.
- Rajan, R. et Zingales, L. (2003)-« Banks and Markets : The Changing Character of european Finance »- CRSP Papers, n°546.
- 17 Nous renvoyons le lecteur aux travaux célèbres sur la question de J. G. Gurley et Edward S. Shaw et tous les auteurs qui ont poursuivi leur analyse pionnière.
- 18 Une excellente synthèse de la littérature récente sur la question se trouve dans :
Jacquet, Pierre et Pollin, Jean-Paul(2007), **Systèmes Financiers et Croissance in « Finance et Croissance »**, Chroniques Economiques 2006 du CERCLE DES ECONOMISTES, Descartes & Cie, Paris.
- 19 En France, ces intermédiaires sont les Spécialistes en Valeurs du Trésor et ils ont l'obligation d'être teneurs de marché (ou Market maker) sur l'ensemble des titres publics, en contrepartie de quoi ils participent aux adjudications des titres publics sur lesquels ils ont une situation de monopole de l'animation des marchés.
- 20 Cf. sur ce point le dernier Rapport de l'Agence France – Trésor(2007), Rapport d'activité 2006-2007, Paris, MINEFI, Le rapport est disponible sur Internet par www.aft.gouv.fr
- 21 Ces piles fonctionnent avec de l'hydrogène et un catalyseur qui permettent d'utiliser l'oxygène de l'air pour obtenir du courant électrique et de la vapeur d'eau : c'est une énergie totalement propre sans émission de CO₂.
- 22 Kempf, Hervé(2007), **Le Sahara générateur d'électricité ?** , *Le Monde*, 18-19 novembre.
- 23 Henri BOURGUINAT(1999), **Finance Internationale**, Paris, PUF, Thémis, 4^{ème} édition et BOURGUINAT, H., TELEITCHE, J. et DUPUY, M(2007)., **Finance Internationale**, Paris, Dalloz, Hyper-Cours.
- 24 Sur les principaux aspects de l'innovation financière dans le tournant des années 80, on se reportera à la thèse précitée de L. du PARQUET.
- 25 La SICAV ayant la « personnalité » morale contrairement au FCP qui en est dépourvu.
- 26 Ceci conduit d'ailleurs plusieurs pays (dont la France) à calculer plusieurs taux d'intermédiation financière (TIF) : TIF avec OPCVM considérés comme agents non financiers, TIF avec les mêmes organismes considérés comme des intermédiaires financiers...
- 27 P. MAURO, N. NUSMAN et Y. YAFEH(2006), **Emerging markets and financial globalization**. (Sovereign Bond Spreads in 1870-1913 and Today)-Oxford, Oxford University Press.

28 Cf. par exemple le rapport du Conseil d'Analyse Economique CAE(2004), **Enchères et Gestion publique**, Rapport n° 34. Paris, La Documentation Française.

AVERTISSEMENT AU LECTEUR

Cet article a été rédigé en 2007 par le Professeur Pierre Llau, le Professeur Zine Mohamed Barka et moi-même, Loïc du Parquet. Notre propos est de rendre hommage au Professeur Llau qui dirigea nos recherches et qui a été arraché à l'affection des siens trop tôt il y a quelques années. Compte tenu de la date de rédaction de cet article, de nombreux développements ne correspondent plus du tout à l'actualité économique du moment : la crise des sub-primes, et celles des liquidités qui s'ensuivit en 2008, mais aussi la crise des dettes publiques européennes qui se déclencha en 2010, ont démontré que même des systèmes financiers « correctement » régulés pouvaient faire l'objet d'attaques spéculatives particulièrement menaçantes. Nous ne recommanderions plus maintenant d'organiser un marché de la dette publique négociable algérienne, internationalement ouvert. Ou à tout le moins, nous le ferions en l'entourant de moult recommandations afin d'éviter ces écueils. Cependant, les développements de cet article concernant les projets de financement d'installation de désalinisation de l'eau de mer dans des centrales solaires produisant de l'électricité dans le Sahara sont parfaitement en lien avec l'apparition d'une contrainte environnementale désormais incontournable. D'ailleurs cette eau pourrait permettre d'obtenir de l'oxygène et de l'hydrogène utilisable dans des piles à combustibles. Ces productions propres conduiraient à l'attribution de certificats Carbone permettant de diminuer les coûts de production des hydrocarbures en Algérie.

Aussi, nous demandons au lecteur de resituer tous ces développements dans leur contexte historique et de considérer cet article comme un hommage à notre regretté Maître, Collègue et ami : le Professeur Pierre Llau.

Comment citer cet article par la méthode APA:

Zine M. BARKA, Pierre LLAU et Loïc du PARQUET (2019), **PLAIDOYER POUR L'ETABLISSEMENT D'UN MARCHÉ DE LA DETTE PUBLIQUE NEGOCIABLE EN ALGERIE**, REVUE ALGERIENNE DE FINANCES PUBLIQUES, Volume 09 (numéro 01), Algérie : Université Abou Bakr Belkaid Tlemcen, pp. 109-128