

TSA

Retour de l'Algérie à l'endettement extérieur ou retour à la case départ : tout ça pour ça ?

mercredi 16 septembre 2015 | Par **Dr. Lachemi Siagh*** | Actualité

L'Algérie envisage de retourner sur le marché de la dette internationale. Comment est-il possible d'envisager une telle éventualité pour un pays qui a engrangé plus de huit cents milliards de dollars au cours des quinze dernières années. Cette question ne se poserait pas dans un pays caractérisé par les principes anglo-saxons de « accountability, checks and balances et transparency, c'est-à-dire reddition des comptes, séparation des pouvoirs et transparence ». En l'absence de ces principes, la réponse à cette question est que l'Algérie a très mal dépensé son argent pour ne pas dire de manière ruineuse.

Toute chose étant égale par ailleurs, aller aujourd'hui sur les marchés étrangers et emprunter est-ce une bonne chose ? L'Algérie est-elle prête pour cela ? Sinon quels sont les prérequis ?

Est-ce une bonne chose ? La réponse est oui à condition que le financement recherché ne serve pas à financer « l'épicerie » c'est-à-dire les dépenses de fonctionnement de l'État et ce que la population consomme, ce qui a été le cas au cours des années 1980 et 1990.

Le financement extérieur doit surtout concerner les projets rentables capables de générer suffisamment de cash-flows, de préférence en devises, pour rembourser la dette et dégager des profits. Chaque projet selon l'industrie a une structure de capital donnée, c'est-à-dire un pourcentage d'apport ou « équité » et un pourcentage de dette. Pour simplifier, disons 30 % d'apport « équité » et 70 % de dette. Les 70 %

c'est l'argent des autres. Si le projet réussit l'utilisation du levier (de la dette), l'argent des autres, aura été judicieuse, on aura un bon rendement des fonds propres, Le capital est très onéreux et est rare. Or tous les projets que l'Algérie a lancé au cours des dix dernières années n'ont pas obéi à cette règle et ont été financés entièrement sur fonds propres. Cette approche a constitué un gaspillage de ressources monumental car en utilisant la même quantité de ressources il aurait été possible de financer trois à quatre fois plus de projets grâce à la bonne et saine utilisation du levier de la dette. Le fait d'avoir opté pour un financement à 100 % de fonds propres garantit une opacité totale et permet d'éviter de rendre des comptes aux bailleurs de fonds qui exigeraient un droit de regard, de l'efficacité et de l'efficience financière.

L'Algérie est-elle prête à aller s'endetter sur les marchés internationaux sans risques ?

La réponse est non. S'endetter de façon intelligente et judicieuse nécessite des compétences et des mécanismes dont l'Algérie s'est refusé de se doter. Nos argentiers ont passé leur temps à claironner le niveau des réserves de change chaque fois qu'elles augmentaient un peu sans en faire un usage pour le développement de nos capacités humaines et infrastructurelles en matière de finance moderne pour affronter des moments comme celui-ci. Ils se sont contentés d'un secteur bancaire public qui a atteint un degré jamais égalé de sur liquidité, due aux prix du pétrole, utilisés dans le financement du commerce extérieur et plongeant ses dirigeants dans l'ataraxie. Les banques privées étrangères censées apporter un souffle nouveau et une modernisation du système financier ont fini par épouser le moule des banques publiques et se contentèrent d'écrémer le marché.

Si l'Algérie retourne aujourd'hui sur le marché international de la dette sans mettre sa maison en ordre, cela équivaldrait à ouvrir la boîte de pandore. Même si des assurances sont données à l'effet que le financement se fera au cas par cas, l'exception deviendra vite la règle. Nous voyons encore cela aujourd'hui avec la bonification des taux d'intérêt par le trésor. Ce sera donc le retour à la case départ. On assistera alors au retour à l'utilisation abusive de la garantie de l'État pour garantir ces emprunts extérieurs. Il faudra subir les risques de

changes énormes vu l'effritement continu de la valeur du dinar. et payer les primes d'assurance ou « exposure fees » fort onéreuses associées au risque Algérie., qui, avec les « sweeteners », atteignant jusqu'à 18 % payés, par l'Algérie lors des années 90 avaient ruiné les finances algériennes. Il était de notoriété publique qu'un projet commandé par l'Algérie et financé par emprunts étrangers coûtait 30 % de plus à cause des coûts de financement, de primes de risque, du risque de change et de surcoûts liés aux divers retards de la bureaucratie algérienne.

L'État et les entreprises tant publiques que privées qui avaient subi le poids de cet endettement s'en souviennent amèrement encore ainsi que du cauchemar des opérations de profilage et de rééchelonnement.

Malgré un long passé d'emprunteur l'Algérie ne sait toujours pas emprunter et s'est toujours limitée aux crédits financiers, aux crédits fournisseurs et acheteurs. Il existe une foultitude de structures moins contraignantes en termes de garantie souveraine mais qui nécessitent des compétences et un savoir-faire dont l'Algérie ne s'est jamais donné la peine d'acquérir. Il s'agit des financements structurés comme les recours limités, BOT, BOOT, Concessions, ou la titrisation des recettes d'un emprunteur avec compte en fidéicomis « escrow accounts » pour rembourser l'emprunt ou encore les opérations de « credit enhancement » ou rehaussement de crédit d'un emprunteur pour utiliser le rating favorable d'un bailleur de fonds pour améliorer significativement sa propre cote de crédit et emprunter au moindre coût. Mais pour cela il faut avoir une notation, question que nous verrons plus loin. D'ailleurs avec Bâle 3 les banques n'ont plus la latitude de prêter à tort et à travers comme par le passé. Fini les prêts sans destination précise ou « non purposeloans ».

Quels sont les prérequis pour bien emprunter ?

Avant d'aller sur les marchés internationaux il faudra utiliser et développer notre propre marché financier. Développer un marché de capitaux et une culture financière dans un pays comme le nôtre frappé par une indigence manifeste en compétences dans ces métiers nécessite l'avènement d'une culture de la finance de marché et la

formation à ce métier de spécialistes en analyse de titre, en gestion de portefeuille, en produits dérivés, en arbitrage et en ingénierie financière.

L'infrastructure institutionnelle existe et l'expérience a été testée et réussie par une dizaine d'entreprises cinq publiques et cinq privées qui ont levé 210 milliards de dinars avec l'émission de 38 titres obligataires par le passé. Il existe des fonds sur le marché informel qui peuvent être attirés par ce marché rémunérateur avec plus de succès que les appels du gouvernement pour que ces fonds se placent dans les banques. Il existe un gisement considérable de liquidités qui ne veut pas prendre le chemin des banques à cause de convictions religieuses liées à la prohibition de l'intérêt ou *riba*. Pour cela il faudra impérativement opérer les aménagements fiscaux et légaux pour l'introduction des *sukuks* pour attirer ces fonds vers des projets. Les fonds de l'informel qui vont vers les projets sont moins dommageables pour la réputation de nos banques à l'échelle internationale.

Pour dépenser mieux, il faudra donc dépenser autrement et pour emprunter mieux, il faudra emprunter autrement. Dépenser autrement ou emprunter autrement revient à aller chercher l'argent au niveau du marché financier et des banques au lieu de compter sur le budget de l'État. Jusqu'à présent, tout le monde ou presque s'est accroché aux mamelles du budget. Or, avec quarante millions d'habitants, l'État à lui seul ne pourra plus faire face aux dépenses de santé, d'éducation, de soutien aux plus démunis, d'assurer la sécurité des biens et des personnes, de défendre nos frontières, de construire des barrages, des autoroutes, des installations sportives, des aéroports (la liste est longue) et en même temps être un entrepreneur économique.

Il est temps de sevrer les entreprises économiques qui doivent résolument se tourner vers le marché local d'abord. Les récalcitrants n'ont pas du tout intérêt à retarder l'échéance. Plus ils attendent, moins ils résisteront à la vague de la mondialisation qui les emportera. L'État ne pourra pas faire grand-chose pour eux. Certaines entreprises publiques et privées avaient déjà fait l'expérience et réussi le test. Ces entreprises avaient très vite compris les enjeux. Le processus au départ, à cause des pratiques anciennes, paraît difficile du fait qu'il exige de la transparence, des bilans certifiés, des projections fiables et l'offre de

garanties acceptables si nécessaire. Dans ce contexte, c'est le marché qui évalue le risque de l'entreprise. En agissant ainsi, l'entreprise, qui avait l'habitude de recourir aux emprunts internationaux, ne joue plus un rôle passif en respectant les clauses standards des crédits acheteurs. Elle devient un gestionnaire actif de sa propre dette et gagne beaucoup en flexibilité. Elle module ses emprunts et ses remboursements en fonction de ses capacités à générer du cash-flow. Elle peut donc moduler les échéances en fonction de ses capacités de remboursement et choisir le moment favorable pour aller sur le marché. En empruntant sur le marché local, elle se rend d'abord service à elle-même en empruntant mieux et à moindre coût. Les économies réalisées en termes de taux de sortie, de fluctuations de change et en prime de risque économique et politique sont substantielles.

Elle rend service à l'économie nationale en permettant d'éponger une bonne partie des liquidités qui existent sur le marché et qui génèrent le dangereux fléau qu'est l'inflation. De plus, elles offrent sur un plateau d'argent l'occasion aux banques algériennes de faire des commissions confortables en tant qu'intermédiaire en opération de Bourse (IOB) dans le placement des titres au marché primaire et à l'occasion des transactions d'achat et de vente dans le marché secondaire. Enfin, elles offrent aux entreprises excédentaires et au grand public une nouvelle alternative attractive de placement de leurs économies. Le marché obligataire représente la véritable assise d'un marché financier.

Nous avons assisté par le passé à une forte hostilité au développement du marché obligataire algérien et à l'égard de l'entrée dans ce marché des entreprises du secteur privé. L'argument fallacieux des banques était qu'il n'existait pas de marché secondaire pour les titres obligataires. Or il appartient aux banques elles-mêmes de créer ce marché secondaire vu qu'elles sont toutes agréées comme intermédiaire en opération de Bourse (IOB). Mais elles n'ont pris aucune initiative pour le faire. Elles disposent aujourd'hui de jeunes financiers certifiés en matière de valeurs mobilières. Elles sont toutes équipées de système Reuter et peuvent donc du jour au lendemain commencer à afficher et transiger les titres.

Avec leur hostilité à la réforme financière les tenants d'un « patriotisme économique rétrograde » ont été les fossoyeurs du marché obligataire à qui ils ont fait subir le même sort que la Bourse d'Alger au moment où l'Algérie ne peut se passer des nouveaux métiers comme ceux de la désintermédiation.

Pourtant les emprunts obligataires lancés avaient permis aux entreprises algériennes de se mettre à niveau, à emprunter aux meilleurs coûts, à ne plus subir les risques de changes énormes découlant des emprunts extérieurs et à ne plus payer les primes d'assurance fort onéreuses associées au risque Algérie. D'énormes économies ont de ce fait été réalisées par le pays.

L'Algérie doit faire un rating

Le rating est un exercice nécessaire pour emprunter sur les marchés internationaux ou pour attirer des investisseurs étrangers vers le pays. Le rating est une notation qu'un émetteur de dette, que ce soit un État, une société ou une collectivité locale obtient d'une agence de notation pour emprunter aux meilleures conditions sur les marchés de capitaux. Cette notation si elle est bonne permet de rassurer les investisseurs quant à la solidité économique s'ils désirent y investir.

Il existe un certain nombre d'agences de notation à travers le monde mais les plus réputées sont au nombre de trois, à savoir Moodies, Standards & Poors et FitchIbca. Ces agences passent au peigne fin la situation économique et financière ainsi que différents risques relatifs à l'emprunteur pour déterminer sa solidité et ses capacités de remboursement afin de le classer dans une catégorie particulière.

Il existe deux catégories. Celle qui dans le jargon des initiés on appelle « investment grade ». Il s'agit de notes qui peuvent aller de AAA à BBB. Les États, entreprises ou collectivités locales qui obtiennent une notation « investment grade » peuvent emprunter sur leur simple signature et n'ont pas besoin de fournir de garantie souveraine ou de collatéral. Ceux qui rentrent dans la catégorie AAA ne sont pas très nombreux. Les États qui en font partie aujourd'hui avec leurs entreprises quasi souveraines se comptent sur les doigts des deux mains. Quant aux entreprises privées

qui rentrent dans cette catégorie elles ne sont pas nombreuses non plus. Ceux qui rentrent dans cette catégorie représentent un risque quasi nul pour les investisseurs. Viennent ensuite ceux qui sont classés dans les catégories intermédiaires à savoir AA, A ou BBB. Il s'agit également d'emprunteurs dont le risque est acceptable. Notre voisin la Tunisie avant la révolution du printemps arabe avait obtenu un rating de BBB, ce qui était une fierté pour eux de faire partie de ce club select des « investment grade ».

Ensuite viennent ceux qui rentrent dans la catégorie que l'on appelle « subinvestment grade ». Il s'agit ici d'emprunteurs dont les emprunts sont assortis de garanties ou qui exigent le paiement d'une prime de risque élevée. Il s'agit de la catégorie que l'on qualifie de « junk ». Il s'agit des B, C et D. Le D représente le défaut de paiement. Ces emprunteurs quand c'est possible se financeront à des taux élevés et assortis de garanties.

Une notation peut être sollicitée ou non sollicitée. Si elle est sollicitée c'est l'emprunteur potentiel qui la demande à une agence de notation. Dans ce cas il en paie les coûts. Pour la cause il peut se faire assister par une banque d'affaire en matière de méthodologie et pour l'aider à préparer l'information requise par l'agence de notation. Cela exige de l'emprunteur (État ou entreprise) un niveau élevé de transparence, un bon système de gouvernance avec les différents comités d'audit, d'investissement, etc. mis en place. Il faut également que l'émetteur se dote des capacités nécessaires en vue de générer l'information financière requise par le marché de façon périodique, une fois tous les six mois, si ce n'est une fois tous les trois mois. Le marché parfois exige deux notations par deux agences différentes. Cela devient très coûteux pour l'emprunteur mais si la notation est bonne le jeu en vaut la chandelle car avec une bonne notation les coûts des fonds sont très bons et cela rehausse la notoriété de l'émetteur. Les critiques trouvent que nous sommes en plein conflit d'intérêts parce que c'est l'émetteur qui paie pour obtenir la notation. Cependant le marché ou les investisseurs qui ne sont pas disposés à payer les frais de la notation comptent sur la déontologie des agences de notation et sur le fait

qu'elles ne peuvent risquer leur réputation. La crise de 2008 nous a malheureusement démontré un certain laxisme des agences de notation.

Par contre une notation peut être non sollicitée et dans ce cas l'agence de notation effectue son travail à partir des sources d'information dont elle dispose et ensuite libre à l'entreprise ou à l'État concerné de l'accepter ou de la rejeter, mais une notation non sollicitée ne peut être publiée si elle n'est pas acceptée. Il en est de même d'une notation sollicitée et rejetée par l'émetteur.

Avant la baisse des prix du pétrole, d'aucuns pensaient que l'Algérie, avec des indicateurs macroéconomiques, positifs, une dette inférieure à 3 % du PIB, des réserves de change atteignant les 200 milliards de dollars, etc., devrait se lancer dans un rating et obtenir une notation de la catégorie « investment grade » c'est-à-dire au moins BBB. D'autres pensent qu'effectivement l'Algérie peut obtenir une notation « investment grade » mais peut-elle la maintenir en cas de retournement des prix du pétrole ? Il ne faut pas oublier que pour les agences de notation la vulnérabilité de l'Algérie vient de deux facteurs : une économie mono exportatrice et un système financier encore arriéré et non performant. Ce qui peut pénaliser fortement un rating.

Je suis de ceux qui militent pour un rating parce que jamais nos fondamentaux économiques ne seront meilleurs dans un proche avenir et surtout parce que cela nous obligera à plus de rigueur et à mettre en place les politiques et les procédures qui nous obligeront à maintenir le rating obtenu ou à l'améliorer. Un pays qui dispose d'un rating rend les investisseurs plus confortables en matière d'apport en investissements directs. De même cela facilitera la vie à des entreprises comme Sonatrach qui opèrent à l'international et qui pourront se faire noter elles aussi afin d'attirer les meilleurs partenaires.

Il faudra être conscient qu'aucune banque d'affaire sérieuse ne voudra accompagner l'Algérie dans une opération de rating si à l'issue du processus il n'y a pas d'émission d'un euro bond ou en dollar. Mais pour les fins de l'exercice émettre un montant de 500 millions d'Euros par exemple est quelque chose de concevable. C'est une manière de

renouer le contact avec les marchés financiers internationaux longtemps boudés avec arrogance.

Le rating ouvrira les portes au marché financier. Cela signifiera qu'il n'y aura plus de recours systématique au budget mais une combinaison des sources de financement budget et marché.