



LA PLACE DU FINANCEMENT OBLIGATAIRE DANS
LA CROISSANCE ECONOMIQUE EN ALGERIE

THE PLACE OF BOND DEBT IN ECONOMIC GROWTH IN ALGERIA

GUENDOUDI Mohammed^{1*}, BIA Chabane²

1 Doctorant, Faculté des Sciences Economiques, Commerciales et de Gestion.
Université « Mouloud MAMMERI » Tizi-Ouzou

2 Professeur, Faculté des Sciences Economiques, Commerciales et de Gestion.
Université « Mouloud MAMMERI » Tizi-Ouzou

Date de Réception : 17/11/2018 ; Date de révision : 03/01/2019 ; Date d'acceptation : 26/02/2019

RESUME :

La question de la diversification des sources de financement des investissements devient une option à même de garantir le processus de croissance économique en Algérie. Ce papier se propose de montrer comment les émissions obligataires représentent une alternative intéressante pour les grandes entreprises, leur permettant de canaliser une épargne publique et privée consistante. Le type de gouvernance pratiquée constitue cependant un handicap pour le développement du marché obligataire dont le potentiel est à un niveau appréciable eu égard à l'expérience récente en la matière.

Mots clés : Emprunt obligataire ; Financement ; Epargne ; Marché financier

Classification JEL: E 44 – G 31 – G 34 – H 74

ABSTRACT:

The question of the diversification of the sources of financing of investments becomes an option able to guarantee the process of economic growth in Algeria. This paper proposes to show how bond issues are an attractive alternative for large companies, enabling them to mobilize consistent public and private savings. The type of governance practiced, however, constitutes a handicap for the development of the bond market, the potential of which is appreciable, given the recent experience in this area.

Key words: Bond debt; Financing; Saving; Financial market;

JEL classification : E 44 – G 31 – G 34 – H 74

*GUENDOUDI Mohammed

INTRODUCTION

Le recours à une grande variété de moyens de financement est au centre des préoccupations des pouvoirs publics et ce, dans le contexte de crise financière engendrée par la chute brutale des revenus extérieurs du pays. Parmi les recommandations faites, y compris par le FMI, figure le développement du marché obligataire et l'encouragement des émissions de titres de dette souveraine au taux de marché pour financer la croissance économique.

Aussi, la question du financement des investissements requiert actuellement une importance de premier plan tant le besoin se fait ressentir au niveau de toutes les grandes entreprises algériennes qu'elles soient publiques ou privées. Elles veulent diversifier les sources de financement de leurs activités pour ne plus rester cantonner aux seuls crédits bancaires avec tous les inconvénients qui leurs sont rattachés notamment l'écart trop important, plus de 3,5 points en moyenne, entre ce que payent les banques en intérêts aux déposants et ce qu'elles font payer aux emprunteurs

PROBLEMATIQUE

De nombreuses études ont démontré que les entreprises ont tendance à connaître une croissance plus rapide lorsqu'elles trouvent un financement adéquat et soutenu. Pour ce faire, comment les émissions obligataires sont-elles devenues au fur et mesure une source complémentaire au financement de la croissance économique en Algérie ? Pourquoi durant la période 2003 -2009, caractérisée par un grand nombre d'émissions obligataires mises en œuvre, l'économie nationale a-t-elle enregistré un taux de croissance économique largement plus élevé par rapport à celui de la période 2010 – 2017 qui a vu le nombre d'opérations obligataires se réduire très sensiblement?

OBJECTIF DE L'ETUDE

L'étude se propose de montrer comment les entreprises publiques et privées qui ont recouru au financement obligataire ont su consolider leur position grâce à des investissements consistants et surtout leurs financement à des coûts raisonnables, tout en acceptant les clauses de transparence imposées par l'organe de surveillance du marché financier, en l'occurrence la COSOB, lorsque les visas d'émission sont émis.

HYPOTHESE

Pour répondre à cette interrogation, il est utile d'avancer deux hypothèses :

H1 : Il existe en Algérie une épargne consistante insuffisamment évaluée susceptible d'être mobilisée dans le cadre du financement des investissements par des émissions obligataires.

H2 : La gouvernance de l'économie nationale en générale et des entreprises en particulier, telle qu'elle est pratiquée, constitue un handicap majeur à l'adoption d'une politique de financement plus efficiente en recourant aux emprunts obligataires.

METHODOLOGIE

La méthodologie de recherche s'articule autour de deux axes : une recherche documentaire et une mobilisation de données empiriques en vue de cerner les mécanismes de financement par emprunt obligataire, puis puiser dans un échantillon de grandes entreprises algériennes ayant déjà émis des emprunts obligataires, les aspects concrets (spécificités, montants mobilisés, échéances, etc.). Ceci pour pouvoir dégager les perspectives de ce mode de financement dans le futur et ce dans un contexte de crise économique.

PLAN D'ETUDE

Notre analyse s'articule autour de trois principaux points : en premier lieu, il y a la revue de la littérature qui nous permet de se situer sur le plan conceptuel. Le second plan se rapporte aux émissions obligataires

La place du financement obligataire dans la croissance économique en Algérie (PP. 161- 171) comme source complémentaire de financement des investissements à côté des crédits bancaires. Enfin, le troisième point est relatif à l'expérience algérienne en matière de financement obligataire ainsi que ses limites.

1. REVUE DE LA LITTÉRATURE

C'est à partir de la typologie du système financier établie en 1960 par les deux auteurs américains J. GURLEY et E. SHAW (1) que l'on distingue actuellement entre la finance directe et la finance indirecte. La part de la première par rapport à la seconde, dans le financement des investissements, permet de distinguer les systèmes financiers fondés sur les marchés des systèmes fondés sur l'intermédiation.

Lorsque la finance directe est déterminante dans une économie nationale, elle est qualifiée d'économie de marché financier. Les banques se chargent essentiellement du placement des titres pour le compte de leurs clientèles. Elles font de la gestion de portefeuille et offrent en même temps des garanties. Elles exercent des activités de commissions et de services.

En revanche, dans le cas où c'est la finance indirecte qui prédomine, on est en présence d'une économie d'endettement. Les banques distribuent du crédit à des agents économiques et reçoivent des dépôts. Elles exercent alors des activités de marge. Cette dernière est obtenue par différence entre les taux d'intérêt débiteurs et créditeurs.

Le théorème de F. MODIGLIANI et M. MILLER (2) est venu préciser ensuite que dans un monde sans taxes exonéré de coûts de transactions et sous l'hypothèse de l'efficacité des marchés, la valeur de l'actif économique n'est pas affectée par le choix d'une structure de financement (dette et/ou capitaux propres). Les deux auteurs ont intégré ensuite la fiscalité des entreprises et ont démontré que la valeur de l'actif économique de l'entreprise endettée est égale à la valeur de l'actif économique d'une entreprise non endettée majorée de la valeur actuelle de l'économie d'impôt lié à la déductibilité fiscale des intérêts de la dette. (3)

La finance de marché repose sur l'hypothèse centrale de la rationalité des investisseurs. D'où l'approche des marchés efficients présentée par E. FAMA (4). Selon cet auteur, un marché efficient est un marché dans lequel le prix des titres financiers reflète à tout moment toute l'information pertinente disponible. Dans un tel marché le prix intègre instantanément les conséquences des événements passés et reflète toutes les anticipations sur les événements futurs.

2. LE FINANCEMENT PAR EMISSION OBLIGATAIRE

L'un des moyens de financement qui s'offre est l'autofinancement sans faire appel à des capitaux extérieurs, c'est à dire le financement des investissements par les moyens propres de l'entreprise. Ce dernier a pour avantage d'assurer une certaine indépendance financière. Cependant, il est limité par la capacité financière de l'entreprise et ne peut à lui seul permettre de financer de grands projets.

L'autre moyen pour se financer consiste en l'augmentation du capital à travers l'appel aux actionnaires de l'entreprise. Ce mode de financement est plus rare car il est plus difficile de trouver de nouveaux apporteurs de fonds que de puiser dans ses propres ressources (opération coûteuse et risquée).

(1) Gurley J.G & Shaw E.S (1960): Money in a theory of finance, Brookings Institute.

(2) Modigliani F. & Miller M.H (1958): The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. In American Economic Review (June 1958) pp. 261- 297.

(3) Modigliani F. & Miller M.H (1963) : Corporate income taxes and the cost of capital. In American Economic Review (June 1963) pp. 433- 443.

(4) Fama E. (1970): Efficient capital market. In: Journal of finance, vol. 25, n° 2. PP. 383-417.

La place du financement obligataire dans la croissance économique en Algérie (PP. 161- 171)

Si ces modes de financement s'avèrent insuffisants ou peu avantageux pour l'entreprise, cette dernière devra à ce moment-là se tourner vers un financement externe en l'occurrence solliciter un crédit bancaire (crédit d'investissement ou crédit indivis) ou bien réaliser un emprunt obligataire. Aussi, toutes les entreprises utilisent l'endettement à moyen et long terme pour financer leurs projets d'investissements. Les trésoriers des firmes doivent alors choisir la catégorie de dette qui correspond le mieux aux besoins de la société.

Le choix d'un mode de financement n'est pas fait de façon fortuite, mais déterminé par plusieurs critères à savoir: le coût de chaque mode de financement, la solvabilité de l'entreprise, l'efficacité en faisant jouer l'effet de levier et enfin la limitation de l'indépendance de l'entreprise face aux banques et établissements financiers.

Aujourd'hui avec l'essor que connaissent les marchés financiers et l'apparition de divers instruments financiers qui s'offrent aux investisseurs, les entreprises font de plus en plus le choix de se financer par des émissions obligataires tout en minimisant le coût.

2.1 CARACTERISTIQUES DES OBLIGATIONS

Les obligations jouent un rôle important dans une économie en croissance parce qu'elles représentent un instrument financier qui sert à rapprocher les épargnants des investisseurs. Il s'agit de titres de créances, susceptibles d'être cotés, qui matérialisent l'engagement des emprunteurs (émetteurs) envers des prêteurs (souscripteurs) qui, en contrepartie mettent des fonds à leur disposition.

L'engagement en question prévoit un échéancier de flux financiers qui définissent les modalités de remboursement des fonds ainsi qu'un mode de rémunération des créanciers. Cette rémunération (rendement) porte sur le versement d'un taux d'intérêt fixe pendant toute la durée de la dette ou bien sur un taux d'intérêt variable en fonction d'une référence ou d'un indice. (5)

Le coût d'une dette correspondant à une émission obligataire est souvent déterminé en fonction de l'approche actuarielle fondée sur le principe de l'actualisation qui permet d'exprimer la valeur d'un flux financier futur en termes de sa valeur d'aujourd'hui. Cette valeur est connue sous le nom de la valeur actuelle.

Le rendement sur l'investissement obligataire dépend du risque de crédit sur l'émetteur, la date d'échéance et les caractéristiques de l'émission. Néanmoins, le rendement sur les obligations émises par les entreprises est supérieur à celui des obligations souveraines (pour la même échéance). La différence (ou *spread*) entre le prix d'une obligation émise par une société et une autre émise par l'Etat, s'explique par un risque de crédit plus élevé et des considérations fiscales.

Les caractéristiques de chaque obligation sont consignées dans un prospectus d'émission visé par l'autorité de surveillance du marché financier, que l'émetteur doit porter à la connaissance d'un large public. On y trouve notamment la valeur nominale du titre, le prix d'émission, les dates de règlement et de jouissance, l'échéance, le taux d'intérêt facial, le mode d'amortissement, les garanties éventuelles, etc.

2.2 AVANTAGES DU FINANCEMENT OBLIGATAIRE

Le financement par la dette est souvent justifié par des considérations fiscales (déduction de la

(5) Vernimmen P. (2005): Finance d'entreprise. Ed Dalloz (Paris, 6^e édition)

charge d'intérêt) et par l'inflation (puisque le remboursement du montant du principal dans plusieurs années est moins important en termes réels). La décision d'émettre des obligations dépend également du taux de croissance des actifs de la société, de son besoin en fonds et des coûts des autres sources de financement. Il

La place du financement obligataire dans la croissance économique en Algérie (PP. 161- 171) appartient aux dirigeants de l'entreprise de déterminer les proportions de la dette à court terme, de la dette à long terme et des capitaux propres.

Par ailleurs, il est de plus en plus difficile de faire financer les gros investissements, surtout pour des montants importants, par l'intermédiaire des banques en raison surtout des nouvelles normes prudentielles (Bâle III) qui restreignent leur capacité de prêt et donc décourageant les financements à long terme. Aussi, L'emprunt obligataire reste un moyen de financement à moindre coût puisqu'il présente un taux d'intérêt global inférieur à tous les autres, d'autant plus qu'il n'est assorti d'aucune garantie.

L'assouplissement des conditions de souscription afin d'attirer un plus grand nombre d'investisseurs, conjugué avec des avantages offerts (maturité, rendement, remboursement, etc.), ont fini par faire adhérer de plus en plus des entreprises au financement obligataire. Surtout que sur certaines émissions, il est proposé des obligations convertibles permettant aux souscripteurs d'avoir le droit et non l'obligation d'échanger les obligations en actions de la société concernée et donc de bénéficier de fonds propres renforçant le haut du bilan.

3. LE MARCHE OBLIGATAIRE EN ALGERIE

L'Algérie a besoin d'un marché financier pour assurer une plus grande mobilisation des ressources financières, particulièrement à moyen et long terme, afin de soutenir ses efforts d'investissements en vue de garantir une croissance économique mais également pour l'atténuer la fragilité des équilibres macroéconomiques en raison de leur forte dépendance des exportations d'hydrocarbures.

Ce n'est qu'en 1993 que des mesures législatives ont été prises pour encadrer ce domaine notamment la promulgation du décret législatif n°93-10 du 23 Mai 1993 modifié et complété par la loi n° 03-04 du 17 Février 2003., consacré à la bourse des valeurs mobilières et le cadre d'organisation et de déroulement des transactions des valeurs mobilières émises par l'Etat ainsi que des sociétés par actions. (6) Afin d'assurer un fonctionnement optimal, les pouvoirs publics ont procédé à la création d'une autorité de régulation, la Commission de Surveillance des Opérations Boursières (COSOB) chargée d'assurer le bon fonctionnement et la conduite des transactions sur le marché financier.

Le financement obligataire des entreprises a vu le jour en Algérie au début en 1998, à l'occasion du démarrage de la Bourse d'Alger coïncidant avec la première opération d'émission d'obligations à l'adresse du grand public, effectuée par SONATRACH, assortie d'un taux d'intérêt de 13%. L'engouement suscité par ce premier emprunt obligataire auprès des épargnants a eu pour effet l'incitation d'autres entreprises à tenter l'expérience à partir de 2003. En effet, les entreprises considérées poids lourd de l'économie algérienne ont su lever des fonds importants qui leur ont permis de financer leurs projets à partir desquels elles ont continué à entretenir leur processus de croissance économique. Aussi le marché financier nouvellement lancé s'est mis, à partir de cette date sur une trajectoire, qui en a fait essentiellement un marché obligataire (7).

(6) Décret législatif n°93-10 du 23 Mai 1993 modifié et complété par la loi n° 03-04 du 17 Février 2003.

(7) Koudri A. : Le marché financier en Algérie : situation et perspectives. In Cahiers du CREAD n° 101, Alger 2012, pp. 5-20.

De même, qu'à partir de 2009, le gouvernement a mis en place un Fonds National d'Investissement (FNI) doté d'un capital de 150 milliards de DA, se présentant ainsi comme un organisme de financement à long terme qui vient en concurrence du marché obligataire (mais dans lequel il peut opérer).

Les secteurs d'activités à forte valeur ajoutée ont été les principaux bénéficiaires des émissions obligataires (pétrole, télécommunications, électricité, transport aérien) surtout du fait de leurs gros besoins en ressources financières.

La place du financement obligataire dans la croissance économique en Algérie (PP. 161- 171)

Tableau n°1 : Emissions obligataires d'entreprises publiques entre 2003 et 2009

Société	Activité	Visa COSOB	Montant	Echéance
SONATRACH	Pétrole	03-02 du 11/12/2003	5 milliards DA	5 ans
S R H	Finance	03-01 du 03/07/2003	2,48 milliards DA	5 ans
AIR Algérie	Transport	04-01 du 11/03/2004	4,4 milliards DA	5 ans
		04-02 du 26/10/2004	14,18 milliards DA	6 ans
		04-02 du 26/10/2004	10,71 milliards DA	5 ans
		05-03 du 20/05/2005	12,32 milliards DA	6 ans
ENTP	Pétrole	05-04 du 25/06/2005	5 milliards DA	5 ans
		06-03 du 01/06/2006	8 milliards DA	5ans
		07-02 du 02/12/2007	4 milliards DA	5 ans
ENAFOR	Pétrole	05-06 du 10/11/2005	8 milliards DA	5 ans
		08-01 du 11/03/2008	6 milliards DA	5 ans
Algérie Télécom	Télécoms	05-05 du 17/10/2005	6,50 milliards DA	3 ans
		06-05 du 03/09/2006	20 milliards DA	5 ans
SONELGAZ	Electricité	04-03 du 30/11/2004	20 Milliards DA	5 ans
		05-01 du 15/03/2005	10 milliards DA	5 ans
		05-02 du 27/04/2005	15 milliards DA	6ans
		06-01 du 26/04/2006	11,65 milliards DA	5 ans
		08-02 du 12/05/2008	30 milliards DA	6 ans

Source : Construit par nos soins à partir des visas de la COSOB repris dans ses différents rapports annuels.

Entre 2003 et 2008, la Commission de surveillance des opérations boursières COSOB en tant qu'autorité du marché financier (8) a délivré 18 visas d'émissions obligataires au profit de sept grandes entreprises publiques totalisant un montant global de 193,24 milliards de DA dont 44,84% pour SONELGAZ. Les procédures mises en place par la COSOB ont été respectées, notamment la dimension transparence puisque à chaque émission obligataire est rattachée la publication d'une notice d'informations à destination des épargnants. En effet, toutes les données relatives à l'émetteur ainsi que celles liées à l'opération d'emprunt obligataire sont rendues accessibles à un plus large public.

La place du financement obligataire dans la croissance économique en Algérie (PP. 161- 171)

C'est dans ce contexte que des entreprises privées, à l'instar de celles publiques, de saisir l'opportunité de lancer des emprunts obligataires avec succès, leur permettant d'augmenter leurs capacités de production (ETRHB) ou de se diversifier (CEVITAL et DAHLI).

Tableau n°2 : Emissions obligataires d'entreprises privées entre 2005 et 2009

Société	Activité	Visa COSOB	Montant	Echéance
CEVITAL	Agro-alimentaire	05-07 du 21/12/2005	5 milliard DA	6 ans
ALC	Finance	06-04 du 22/06/2006	3,65 milliards DA	5 ans
		06-06 du 26/12/2006	3,3 milliards DA	5 ans
EEPAD	Télécoms	07-01 du 14/05/2007	0,5 milliard DA	5 ans
DAHLI	Services	08-03 du 11/11/2008	8,3 milliards DA	7 ans
ETRHB	BTPH	09-03 du 12/07/2009	6 milliards DA	5 ans

Source : Idem

Ces entreprises privées ont privilégié l'émission institutionnelle, sauf l'entreprise DAHLI qui avait fait appel à l'épargne publique et avait été introduite en Bourse. Cependant le montant de l'emprunt de l'ordre de 8,3 milliards DA tel que annoncé dans la notice d'information n'a pu être atteint puisque le montant levé n'était que 2 360 140 000 DA soit 28,43% de ce qui était prévu. Ceci dénote le manque d'engouement de la part du large public par rapport à cette catégorie de financement. Cela peut s'interpréter également comme une certaine méfiance à l'égard des entités privées eu égard aux pertes subies par un grand nombre d'épargnants dans l'affaire Khalifa Bank.

Entre 2010 et 2014, on constate une rupture des émissions obligataires puisque la COSOB n'avait accordé aucun visa à une quelconque entreprise. Ceci était lié à la situation de surliquidité des banques publiques. Cette surliquidité était alimentée, d'une part, par l'importance des dépôts du secteur des hydrocarbures, et d'autre part, le résultat de l'augmentation de la collecte de l'épargne des particuliers, qui s'est développée à un taux moyen proche des 20% par an au cours de cette période. D'où des octrois massifs de crédits à des conditions favorables aux entreprises qui n'ont plus cherché à diversifier leur financement.

Par ailleurs, les pouvoirs publics ont adopté des mesures lors de Tripartite qui s'est tenue le 28 mai 2011 à Alger qui a regroupé le Gouvernement et ses partenaires économiques et sociaux (syndicat UGTA et organisations patronales). Parmi les décisions qui ont été prises lors de ce sommet, figure celle relative au traitement de l'endettement bancaire des entreprises en difficulté. A ce titre, le

(8) Rapports d'activités de la Commission de surveillance des opérations boursières (COSOB).

Gouvernement a marqué son accord pour participer au rééchelonnement des créances en défaillances des entreprises en difficulté. Aussi, il a été convenu que le Gouvernement encourage les banques à rééchelonner les créances des entreprises en difficulté, avec un différé de trois années durant lesquelles le Trésor Public prendra en charge les intérêts ; puis la banque créancière procédera à l'annulation des agios réservés pour l'entreprise bénéficiaire du rééchelonnement. (9)

Ce dispositif a sans nul doute contribué à ralentir encore plus l'essor du marché obligataire en Algérie. En effet les opérateurs économiques, et à travers ces avantages que procure ce dispositif, continueront à compter exclusivement sur le financement bancaire tout en sachant qu'ils vont bénéficier de ces avantages accordés et à la charge du Trésor Public en particulier par la prise en charge des intérêts des différés accordés et l'annulation d'agios. Le soutien de l'endettement bancaire au détriment du développement du marché financier va encore

La place du financement obligataire dans la croissance économique en Algérie (PP. 161- 171) retarder son essor et faire régresser la confiance des opérateurs économiques pour se tourner vers ce mode de financement.

Nombreuses les entreprises qui ne voient pas d'intérêt à recourir aux emprunts obligataires alors qu'elles ont la possibilité d'accès aux crédits avantageux qu'accorde le Fonds national d'investissement (FNI) en termes de durée et de taux d'intérêt. D'autant plus que certaines banques publiques qui s'étaient impliquées dans les opérations boursières ont commencé à proposer elles aussi des crédits syndiqués à 7 ans, plus intéressant pour elles et pour leurs clients.

Depuis 2014, correspondant au début de la période de la chute drastique des cours du pétrole et de la détérioration de la situation financière de l'Algérie, il y a eu une reprise de l'activité sur le marché obligataire, matérialisé par l'émission de quatre emprunts totalisant un montant de 171 milliards de DA dont plus de 94% levés par l'emprunt obligataire du Fonds National d'Investissement (FNI) issu de la restructuration de la Banque Algérienne de Développement (BAD). Cet emprunt est justifié par le rachat de 51% du capital de la société OTA Djezzy pour un montant de 2,621 milliards de dollars, lui permettant de devenir actionnaire majoritaire dans la filiale du groupe de télécommunication VimpelCom.

Tableau n°3 : Emissions obligataires 2014 - 2017

Société	Activité	Visa COSOB	Montant	Echéance
FNI	Finance	14-02 du 18/11/2014	160 milliards DA	10 ans
MLA	Finance	15-01 du 06/01/2015	2 milliards DA	5 ans
		17-01 du 07/06/2017	2 milliards DA	5 ans
SNL	Finance	15-02 du 26/08/2015	2 milliards DA	5 ans
SRH	Finance	17-02 du 06/12/2017	5 milliards DA	5 ans

Source : Idem

En outre, l'ensemble des emprunts obligataires émis durant cette période sont des emprunts institutionnels, c'est-à-dire destinés exclusivement aux institutions financières qui sont les seules pouvant souscrire à ces derniers. Aucun emprunt n'a été émis pour capter l'épargne des particuliers. Les émetteurs sont également des institutions financières particulièrement des sociétés de leasing dont les activités sont devenues attrayantes grâce aux mesures incitatives en faveur du développement des PME.

(9) <http://www.mf.gov.dz> (Ministère des Finances) consulté le 10/06/2017 à 13H.

Le constat qui peut être fait à partir de la lecture du tableau ci-dessus afférent à cette période, c'est le nombre d'emprunts émis qui reste relativement faible par rapport au potentiel existant en termes d'épargne thésaurisée mais surtout du contexte économique caractérisé par la baisse des liquidités bancaires par rapport aux années précédentes.

De façon séparée et sans le visa COSOB, l'émission de titres de dette souveraine appelée emprunt national pour la croissance économique a été lancée par arrêté du Ministère des Finances (10). Cet emprunt obligataire visait la mobilisation des épargnes nationales ainsi que les fonds thésaurisés en vue de leur mise à contribution au financement du programme national des investissements.

Tableau n° 4 : Caractéristiques de l'emprunt national

La place du financement obligataire dans la croissance économique en Algérie (PP. 161- 171)

	valeur	Maturité	Taux d'intérêt	Forme
Obligation	50 000 DA	3 ans	5%	Au porteur
(titre matérialisé)		5 ans	5,75%	Nominative

Source : Arrêté du Ministère des Finances en date du 28 Mars 2016.

Les intérêts produits par les obligations souveraines sont exonérés d'impôts et payables chaque année à la date anniversaire de leur souscription. Celle-ci qui s'était étalée entre avril et octobre 2016, a permis de lever 557,82 milliards de dinars selon la Direction Générale du Trésor, soit l'équivalent de 55,62% par rapport à tout ce qui a été mobilisé entre depuis 2003 par toutes les entreprises ainsi que le FNI. Ceci a eu pour conséquence une forte contraction des disponibilités liquides des banques de la place.

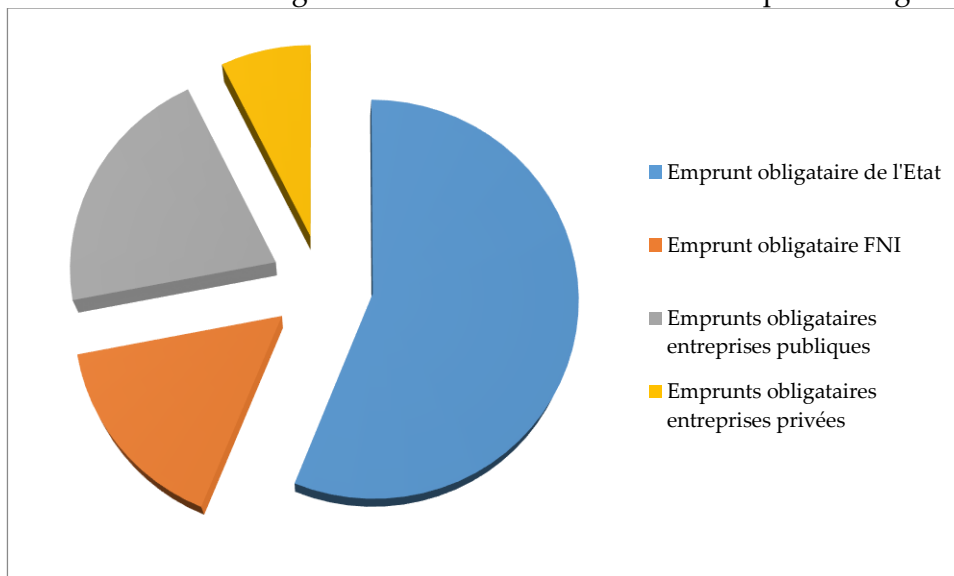
La dette intérieure de l'Etat se situant à un niveau de 50% du PIB en 2017, comprend principalement des titres du Trésor pour 30% environ, 54% de la dette correspondant aux aides aux entreprises publiques et le reste à l'emprunt national pour la croissance économique. Le remboursement de ce dernier à travers les obligations émises se fera-t-il par le recours au financement non conventionnel eu égard aux contraintes budgétaires notamment l'énorme déficit enregistré chaque année ?

Durant la période allant de 2014 à 2017, les émissions obligataires toutes confondues ont représenté un montant global de 728,82 milliards de dinars soit plus que ce qui a été mobilisé entre 2003 et 2009 dont le montant est de 220 milliards de dinars, c'est-à-dire une augmentation de 331%. C'est dire l'existence d'une épargne consistante dans l'économie nationale. En revanche le nombre d'entreprises ayant recouru au financement obligataire s'est énormément réduit passant de douze à trois seulement, alors que les besoins de financement des investissements sont encore très élevés.

La réduction des émissions obligataires de la part des entreprises algériennes (publiques et privées) est symptomatique d'un ralentissement de l'investissement productif, lequel s'est traduit au niveau macroéconomique par une croissance économique molle. Le type de gouvernance qui y est pratiqué peut expliquer en partie la réticence vis-à-vis des emprunts obligataires alors que ces derniers offrent des conditions financières avantageuses.

(10) Arrêté publié dans JORA n°20 du 30 Mars 2016.

Graphe n°1 : Emprunts obligataires réalisés entre 2003 et 2016



Source : Synthèse réalisée par nous-mêmes.

Cette configuration des émissions obligataires en Algérie rend l'émergence d'un marché financier dynamique aléatoire du fait que les entreprises n'y adhèrent pas à la démarche globale de la nécessité de diversifier les sources de financement des investissements et de recourir aux fonds les moins onéreux afin de préserver leur performance économique.

Conclusion

La croissance économique des entreprises ainsi que leur fonctionnement et la réalisation des programmes d'équipements de l'Etat nécessitent désormais la levée de fonds conséquents, ce qui ne peut se faire désormais qu'à travers la diversification des sources de financement dont les émissions d'emprunts obligataires. Les opérations menées jusque là ont fait ressortir l'existence d'une épargne consistante mobilisable. Cependant, une intervention aussi large des moyens de l'Etat a eu un effet d'éviction significatif à l'égard d'autres opérateurs. Bon nombre d'entreprises ne voient pas d'intérêt à recourir au marché obligataire alors qu'elles ont la possibilité d'accès aux crédits avantageux qu'accorde le FNI en termes de durée et de taux d'intérêt.

Au regard de l'expérience passée, les conditions de l'émergence d'un cadre de libre mobilisation de l'épargne nationale ne sont pas encore effectives. L'objectif de promotion d'un marché obligataire qui trouverait sa dynamique dans l'épargne privée et publique mobilisée par des institutions spécialisées a pris une place secondaire et purement indicative.

Toujours est-il, le besoin de financement est énorme pour l'économie nationale afin qu'elle suive le sentier d'une croissance vigoureuse, l'épargne hors système financier est également consistante (la petite épargne des particuliers et celle des activités de « l'informel »), mais les mécanismes de rapprochement entre l'offre et la demande de capitaux demeurent problématiques.

References bibliographiques

(1) Gurley J.G & Shaw E.S (1960): Money in a theory of finance, Brookings Institute.

La place du financement obligataire dans la croissance économique en Algérie (PP. 161- 171)

- (2) Modigliani F. & Miller M.H (1958): The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. In American Economic Review (June 1958) pp. 261- 297.
- (3) Modigliani F. & Miller M.H (1963) : Corporate income taxes and the cost of capital. In American Economic Review (june 1963) pp. 433-443.
- (4) Fama E. (1970): Efficient capital market. In: Journal of finance, vol. 25, n° 2. PP. 383-417.
- (5) Vernimmen P. (2005): Finance d'entreprise. Ed Dalloz (Paris, 6^e édition)
- (6) Décret législatif n°93-10 du 23 Mai 1993 modifié et complété par la loi n° 03-04 du 17 Février 2003.
- (7) Koudri A. : Le marché financier en Algérie : situation et perspectives. In Cahiers du CREAD n° 101, Alger 2012, pp. 5-20.
- (8) Rapports d'activités de la Commission de surveillance des opérations boursières (COSOB)
- (9) <http://www.mf.gov.dz> (Ministère des Finances) consulté le 10/06/2017 à 13H
- (10) Arrêté du Ministère des Finances en date du 28 Mars 2016 fixant les conditions et modalités d'émission par le Trésor Public d'un emprunt national pour la croissance économique (JORA n°20 du 30 Mars 2016).