

## RÉSERVES DE CHANGE ET INVESTISSEMENT EN DETTES SOUVERAINES: QUELS RISQUES POUR L'ALGÉRIE ?

**Mr. Mustapha DJEMIL**

Maitre Assistant classe (A)  
Faculté de droit et des sciences politiques  
Université Djillali LIABES  
Sidi Bel Abbes, Algérie.

**Pr. Mohammed El Bachir LEBIG**

Professeur de l'enseignement supérieur  
Faculté des sciences économiques, commerciales  
et des sciences  
Université Djillali LIABES.  
Sidi Bel Abbes, Algérie.

**Résumé:** Les récents événements liés à la crise de la dette souveraine en Europe semble remettre en cause les politiques d'investissement en actifs souverains considérés longtemps comme sûrs. Tout en recensant les différents risques encourus par l'Algérie qui a opté pour l'investissement d'une importante partie de ses réserves de change en dettes souveraines, l'objectif du présent article est de déterminer si certaines répercussions indésirables peuvent conduire, à un moment donné, à reconsidérer le bien-fondé de la politique d'investissement massif en dettes souveraines.

**Mots clés:** réserves de change - dettes souveraines – investissement – risques - Algérie.

**Abstract:** Recent events related to the sovereign debt crisis in Europe have challenged investment policies in sovereign debt long considered safe. While drawing up an inventory of the risks incurred by Algeria which has opted to invest these foreign exchange reserves in sovereign debt, the purpose of this article is to determine whether certain undesirable repercussions may lead, at a given moment, to reconsider the merits of the massive investment policy in sovereign debt.

**Keywords:** foreign exchange reserves - sovereign debt – investment – risks - Algeria.

**المخلص:** أدت التداعيات السلبية المتعلقة بأزمة الديون السيادية الأخيرة على الاقتصاد العالمي إلى التشكيك في مسلماتها أن الاستثمار في الأصول السيادية، استثمار آمن. تحاول الدراسة من خلال جرد مختلف المخاطر التي تواجهها الجزائر التي اختارت استثمار جزء هام من احتياطات صرفها الأجنبي في أصول سيادية تابعة لدول متقدمة إلى تبيان ما إذا كانت بعض التداعيات غير المرغوب فيها قد تؤدي إلى إعادة النظر في جدوى سياسة الاستثمار في الديون السيادية.

**الكلمات المفتاحية:** احتياطات الصرف الأجنبي - الديون السيادية - استثمار - مخاطر - الجزائر.

## Introduction

Longtemps, les emprunts d'état des régions développées ont été considérés comme des placements sûrs. Ce temps est-il révolu ? La réponse semble affirmative au vu de trois faits majeurs au moins :

- Les plans de soutien à la croissance mis en place à partir de fin 2008 ont conduit à une augmentation rapide et importante de l'endettement des pays industrialisés amenant à poser la question de la soutenabilité de leur dette souveraine<sup>1</sup>.
- Depuis mi-2010, la notation des dettes de plusieurs pays comme les États de la zone euro et plus récemment, les États-Unis d'Amérique (USA) a fortement baissé.
- Début 2012, les créanciers de la Grèce ont dû renoncer à plus de 40% de la valeur de leurs créances.

Ces évolutions, sont la manifestation d'une crise qui au delà des pays développés, menace d'autres économies en développement à l'instar de l'Algérie dont le choix de placement de ses réserves de changes est porté principalement sur l'investissement en actifs souverains que sont les valeurs d'État : les bons du Trésor Américain en particulier.

En fait, si l'investissement en dettes souveraines est motivé par la recherche de la sécurité et de la liquidité des placements, un tel choix peut avoir un coût économique, social et politique élevé dans un contexte international marqué par des crises financières cycliques, une concurrence commerciale exacerbée et de tensions régionales accentuées.

**Cet enchaînement d'idées nous mènera à nous intéresser aux risques auxquels les réserves de change algériennes sont exposées si demain les dettes souveraines perdent leur statut d'actifs sans risques ?**

Nous adoptons dans notre recherche une méthodologie analytique qui nous semble la plus pertinente pour cerner cette problématique dans ses ramifications et tenter d'apporter quelques éclaircissements sur la question. Au cours de cet article, nous allons nous intéresser, dans un premier point au phénomène des dettes souveraines.

---

<sup>1</sup> M.HIGGINS, T.KLITGAARD, Grandeur et décadence de l'accumulation d'actifs étrangers: causes et conséquences, Revue d'Économie Financière, HS09, 2009. 02. P189.

En effet, l'endettement des pays souvent important avec des perspectives de croissance à long terme faible a jeté les germes de la crise des dettes souveraines et ses effets de contagions dévastateurs sur l'économie mondiale.

Nous évaluons ensuite l'approche adoptée par l'Algérie en matière de placement de ses réserves de changes. Une approche portée principalement sur la prudence dans l'investissement. Pour ce faire, la méthodologie de recherche est basée sur l'utilisation d'un ensemble d'indicateurs statistiques officielles des institutions internationales et algériennes ainsi que sur une revue d'articles.

Aussi, nous essayons de définir les différents risques d'une telle politique d'investissement en dettes souveraines dans un contexte de crise financière internationale, des risques qui peuvent aller de faibles rendements engendrant des coûts d'opportunité jusqu'au risque de défaut de paiement suite à l'effondrement des économies des États endettés.

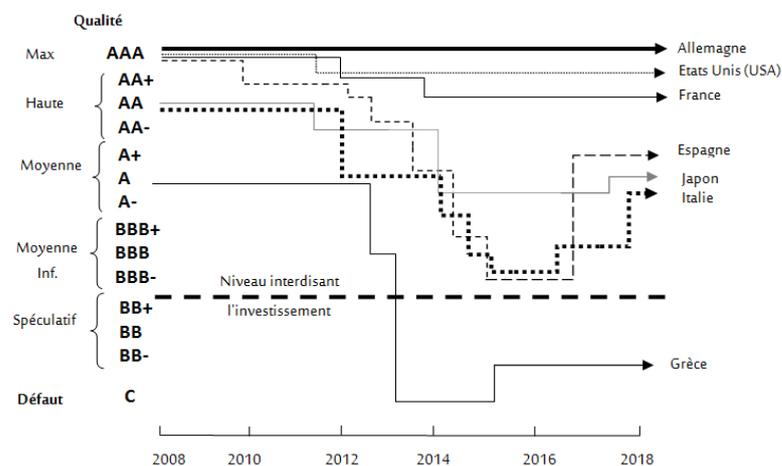
Enfin, notre étude s'attache à déterminer si certaines répercussions indésirables peuvent conduire, à un moment donné, à reconsidérer le bien-fondé de la politique d'investissement massif des réserves de change en dettes souveraines.

## **1. LA CRISE DES DETTES SOUVERAINES, UNE CRISE DE LA FINANCE GLOBALISÉE :**

La dette souveraine est l'ensemble des emprunts réalisés et garantis par un émetteur souverain (un État généralement ou parfois une banque centrale). Décomposées en dettes domestiques et en dettes extérieures, de différentes maturités, les dettes souveraines peuvent prendre la forme de : crédits bancaires, prêts d'autres États ou institutions officielles et de titres d'emprunts (obligations) émis par le Trésor public du pays endetté. Les obligations d'États, qui assurent de nos jours l'essentiel du financement de la dette publique externe des pays développés, peuvent être échangées sur le marché obligataire, leur valeur est alors soumise à la loi de l'offre et de la demande et la majorité des investisseurs se base pour déterminer leur juste prix, sur la capacité des États à honorer leur engagements vis-à-vis de leur créanciers. Cette information est fournie par des agences de notation financière, qui sont des organismes privés, chargés de mesurer la capacité et la volonté d'un État de rembourser sa dette à échéance et en totalité, cette mesure prend la forme d'une note attribuée à la dette de l'État. (cf. Graphique 01).

En théorie, un État a beaucoup à gagner à s'endetter là où les ressources sont abondantes, des taux d'intérêts relativement faibles et des maturités longues disponibles pour les emprunts contractés. Dans ces conditions, laisser l'endettement des États se substituer à celui des agents privés était recommandé (doctrine keynésienne) pour éviter de freiner l'activité économique<sup>2</sup>. Cela dit, en situation économique, peu encourageante (turbulences financières) et afin de sauver leurs banques en manque de liquidité nécessaire au financement de l'économie, les États jouent leur rôle de volant régulateur en émettant des obligations sur le marché. Les titres de dette de certains États (Grèce, Portugal, Irlande, Espagne, Italie, Chypre) qui obéissent à la loi de l'offre et la demande se sont retrouvés trop nombreux et peu désirés ce qui a fait chuter leur cours.

**Graphique 01 : Notation des dettes souveraines : Jan 08- Jan18.**



Source : Moody's, (Echelles de notation des dettes souveraines par pays)

Or, l'évolution du cours d'une obligation émise à taux fixe est inversement proportionnelle à celle du taux d'intérêt sur le marché, c'est dire que le taux d'intérêt de l'emprunt augmente lorsque la valeur de l'obligation diminue.

Les États dont les obligations sont les moins demandées, celles qui ont les moins bonnes notes, ont vu les taux d'intérêts de leurs emprunts augmenter. Là, réside pour ces États déjà lourdement endettés le véritable problème puisque emprunter leur coûte encore plus cher, alors qu'ils ont de plus en plus besoin de liquidité pour relancer la croissance de leur économie, financer les mesures sociales et réduire leur déficit budgétaire<sup>3</sup>. Ce dernier ne peut

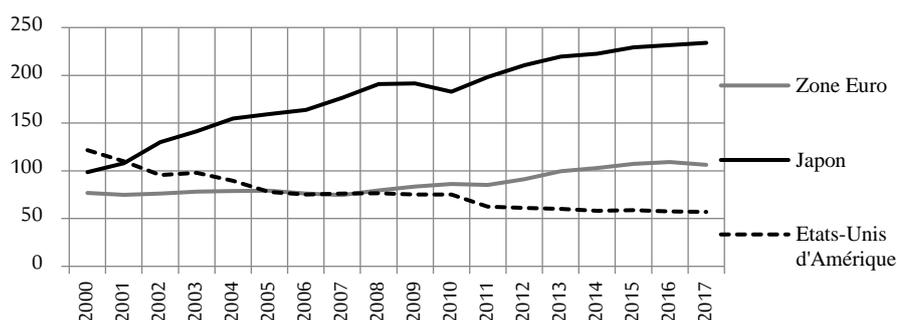
<sup>2</sup> D. PLIHON, P. LAURENT, Quel financement pour les économies émergentes, Revue Techniques Financières et développement (TDF) N° 74, Mars 1994, P09.

<sup>3</sup> P. KRUGMAN, Pourquoi les crises reviennent toujours ?, Nouveaux Horizons, 2010, Paris, P55.

être maintenu sans risquer de voir la solvabilité des États mise en doute allant comme le cas de la Grèce jusqu'au défaut de paiement partiel.

Nous pouvons tenter de se faire une idée de l'ampleur de la dette souveraine qui était déjà élevée avant la crise de 2008 et s'est envolée depuis. Dans son rapport annuel de 2017, l'agence de notation américaine Standard and Poor's (S&P) a estimé que l'encours de la dette souveraine mondiale s'élevait à plus de 44 300 Milliards de Dollars à la fin 2016. Le ratio moyen de la dette publique brute/PIB a atteint 120 % dans les économies avancées en 2016 alors qu'il ressortait à 75 % avant la crise, et ce ratio est bien plus élevé dans certains pays comme le Japon (234 %), la Grèce (180 %) et l'Italie (149 %). Bien que la plupart des pays aient pris des mesures d'assainissement, leurs dettes souveraines ne sont pas encore sur une trajectoire soutenable sur le long terme<sup>4</sup>. (cf. Graphique 02).

**Graphique 02 : Evolution de la dettes souveraines en % du PIB.**



Source : FMI, BRI.

À cet enjeu s'ajoute un autre, les crises des dettes souveraines soumettent leurs détenteurs (Pays investisseurs en dettes souveraines) à un effet de contagion. En fait, lorsqu'un émetteur de dettes souveraines est frappé par une crise, c'est l'ensemble des pays qui détiennent ces dettes qui pourrait s'en trouver affecté. C'est ce que l'on appelle en finance, le risque de faillite systémique. Sans apports réguliers de liquidités, une grande partie des États du monde ne serait tout simplement plus en mesure de fonctionner. C'est à partir de cet inquiétant constat que nous essayons d'analyser les répercussions d'une crise des dettes souveraines sur l'investissement de portefeuille de l'Algérie constitué essentiellement d'actifs souverains émis par des institutions étatiques.

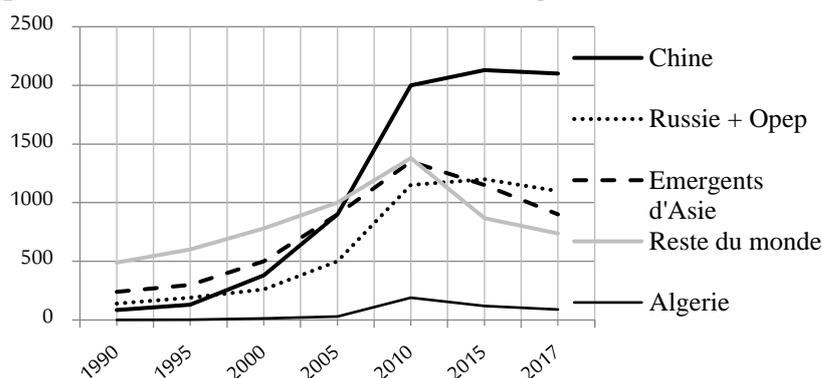
<sup>4</sup> Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux BRI, 85<sup>e</sup> 1<sup>er</sup> Avril 2014-31 Mars 2015. P59.

## 2. LA GESTION DES RESERVES DE CHANGE EN ALGERIE : UNE ANALYSE CRITIQUE.

Les réserves de change d'un pays sont, généralement, l'ensemble des disponibilités composant le portefeuille des actifs que sa Banque centrale détient : devises, or, droits de tirages spéciaux (DTS). Les réserves de change sont ainsi détenues avant tout pour permettre aux autorités de disposer d'un volume de liquidité confortable pour honorer leur engagements à l'échelle internationale, garantir la stabilité de leur monnaies nationales, renforcer la confiance des investisseurs étrangers et effectuer des placements / investissements financiers à l'étranger. Selon les statistiques publiées par le Fonds Monétaire International (FMI), le total des réserves de change mondiales représentait 11, 786. 47 Milliards de dollars, à la fin 2017 (contre 2026. 63 milliards de dollars en 2000), cette hausse rapide des réserves de change des banques centrales a coïncidé avec celle des achats publics d'actifs souverains<sup>6</sup>. Des actifs dont la sécurité du capital et la liquidité étaient présumées excellents<sup>7</sup>. (cf. graphique 03, 04).

L'Algérie qui a accumulé des réserves de change importantes ces dernières années, essentiellement à la faveur de l'exportation et à l'envolée des prix du pétrole (cf. graphique 05) a misé sur l'optique prudence dans l'investissement de ses réserves de change. Cette optique prudence consiste à maintenir un degré élevé de liquidité des réserves (actifs revendables à tout moment). Elle consiste aussi à préserver la valeur du capital (minimiser les risques de perte de la valeur marchande des actifs).

**Graphique 03 : Evolution des réserves de change mondiales en Mds \$.**



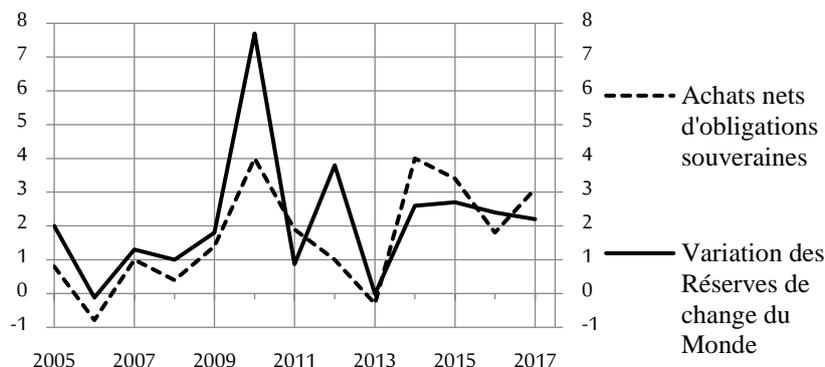
Source : Les auteurs à partir des statistiques financières Internationales du FMI.

<sup>5</sup> Y.S. KAMAGNA, Niveau optimum des réserves de change de la BEAC, MPRA, Paper N° 13257. P03.

<sup>6</sup> E. VIDON, Monnaies de réserves et stabilité financière Internationale, Revue d'Économie Financière, N° 94, Jan2009. P221.

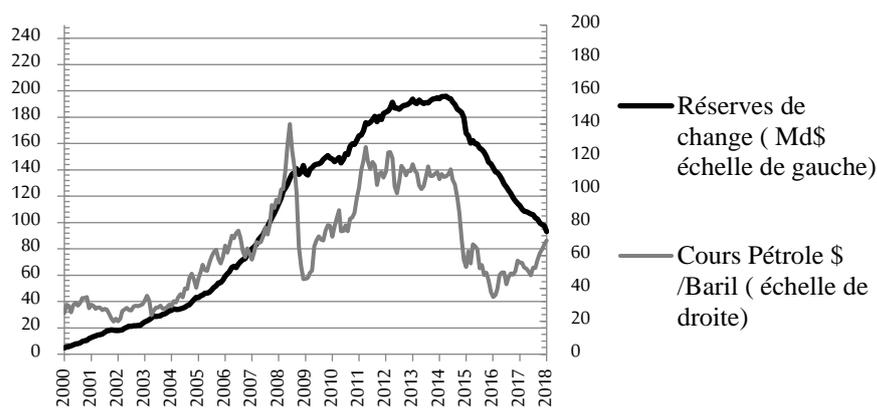
<sup>7</sup> P. ARTUS, J. MELKA, L'épargne mondiale: frein ou moteur de la croissance ?, Edit Descartes, Paris, 2005, P80.

**Graphique 04 : Réserves de change mondiales et investissement en dettes souveraines par les non résidents (en % du PIB mondiale).**



Source : Statistiques financières Internationales du FMI, Banque mondiale (BM).

**Graphique 05: Réserves de change (Algérie) et cours du pétrole (2000-2018)**



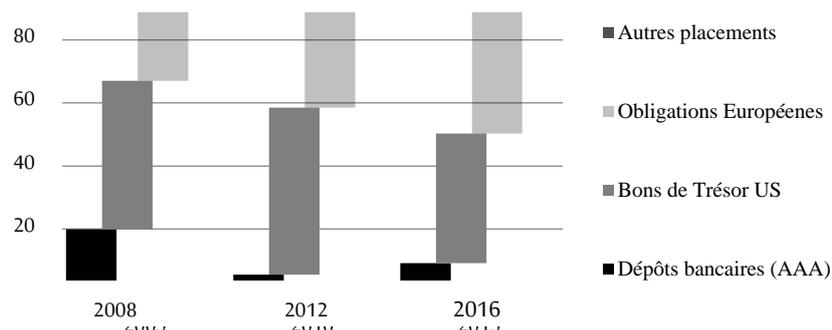
Source : Les auteurs à partir des données de la Banque d'Algérie (BA), Statistiques financières internationales du FMI.

Enfin, elle consiste à assurer un minimum de rendement. Ceci justifie bien le choix de l'Algérie porté sur l'investissement en dettes souveraines, théoriquement sans risques donc sûr, contrairement à d'autres types de placements comme les dépôts bancaires privés ou l'investissement en fonds souverains, caractérisés par un couple risque/rendement très élevé, qualifiés par les autorités algériennes de choix spéculatifs.

Avec un peu plus de 200 milliards de dollars fin 2012, l'Algérie et à l'instar des pays exportateurs de pétrole cherchait particulièrement à recycler ses recettes en pétrodollars sur les marchés internationaux de capitaux, en investissant dans des créances sûres, à faible rendement, sur des économies souveraines avancées, ou des institutions quasi souveraines équivalentes.

Ainsi, la quasi-totalité des placements de réserves de changes, répartis entre les États-Unis d'Amérique et l'Europe (Allemagne, France, Grande-Bretagne, Pays-Bas), sont effectués en portefeuille de titres obligataires souverains (Dettes souveraines) que l'Algérie avait acheté entre les années 2004 et 2007, lorsque les taux d'intérêt mondiaux étaient relativement élevés (cf. graphique 06).

**Graphique 06: Evolution de la composition des Réserves de change en Algérie en % (2008-2016).**



Source : Les auteurs à partir des données de la Banque d'Algérie (BA), Statistiques financières Internationales du FMI.

S'il n'est pas question de remettre en cause la solidité des valeurs souveraines et partant, l'investissement en dettes souveraines, plusieurs économistes et analystes financiers, critiquent la politique de gestion des réserves de change menée par la banque d'Algérie (BA) qu'ils qualifient d'une part de "gestion réductrice" qui soumet l'investissement des réserves de change à une appréciation exclusivement financière, alors que tout investissement comporte des dimensions techniques, commerciales, sociales, stratégiques... et d'autre part de "gestion à court terme" animée par le seul souci de gérer les besoins courants de liquidité et de financer les déséquilibres des paiements extérieurs, alors que le volume accumulé des réserves de change est devenu tout simplement trop important pour ces fonctions<sup>8</sup>. Comme cela a été observé pendant la dernière crise financière de 2008, le fait de détenir un pourcentage élevé d'actifs souverains n'est plus l'outil essentiel ou unique permettant de faire face aux conséquences d'un éclatement de la bulle des dettes souveraines. En fait, lorsque la menace de la faillite se précise et sous l'effet de panique, des actifs sûrs, liquides et de haute qualité deviennent soudainement des actifs risqués<sup>9</sup>. C'est dans ce sens que Yu YONGDING, ancien conseiller de la banque centrale chinoise avait déclaré le 26 Septembre 2008 prévenir une "vente panique" des bons de trésor américain en cas de chute du dollar.

<sup>8</sup> J. M. ROCCH., M. RUIMY, Les fonds souverains, Edit Economica, Paris, 2011, P264.

<sup>9</sup> A. BRENDER, F. PISAINI, E. GAGNA : La crise des dettes souveraines, Edit la Découverte, Paris, 2012, P121.

### 3. QUELS RISQUES D'INVESTIR EN DETTES SOUVERAINES ? :

L'investissement en dettes souveraines, en tant que support privilégié de l'accumulation des réserves de change internationales n'est pas sans risque, et peut même se révéler couteux en temps de crises. Au même temps, risques et coûts peuvent varier considérablement d'un pays à l'autre et, au fil du temps, au sein du même pays<sup>10</sup>.

Dans une conjoncture financière internationale marquée par un net ralentissement du rythme de l'accumulation d'actifs souverains, nous essayons de recenser et analyser les risques et les répercussions d'une crise de dettes souveraines sur le portefeuille d'investissement des réserves de change en Algérie.

#### 3.1. La réduction des possibilités d'investissements :

Dans son rapport annuel sur les données économiques et financières de l'Algérie (Déc. 2014) ; la banque d'Algérie (BA), avait tablé sur un rendement de 4% de ses investissements (placements), ramenant presque cinq (05) milliards de dollars d'intérêts pas ans . Des analystes financiers, estiment qu'au contraire, les dividendes tirés de ces investissements, à défaut d'être négatifs sont pratiquement nuls. Ce qui équivaldrait selon eux, à dire que l'Algérie finance gratuitement le développement des États débiteurs. Surtout que plusieurs banques centrales à travers le monde n'hésitent pas à faire état de contre-performances et à déplorer la décote de leurs actifs souverains.

Les obligations souveraines qui constituent plus de 80% des placements de l'Algérie à l'étranger sont à cet effet, mal rémunérées.

D'un rendement moyen qui varie de 3% à 4% en temps normal, ce taux est périodiquement revu à la baisse dans le cadre des politiques monétaires de la réserve fédérale américaine (FED) ou de la banque centrale européenne (BCE) en temps de crises. Les taux directeurs sont depuis 2009 pour la banque centrale européenne (BCE) dans la fourchette des [ 0% - 2.5%], avec un relèvement à 1.5% en 2016 et un retour à 01% à la fin d'année. La banque d'Angleterre fixe son taux directeur à 0.5%. Le Japon pour sa part affiche un taux tendant vers zéro. Ceci est également accompagné d'une fixation du taux d'intérêt directeur de

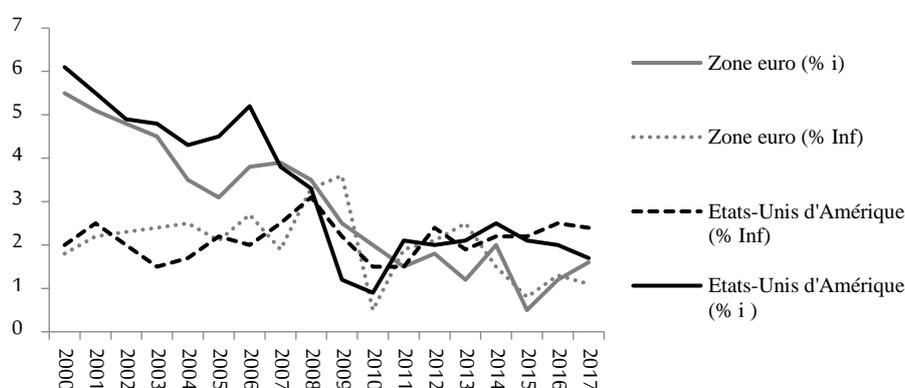
---

<sup>10</sup> Rapport de la Banque Centrale Européenne(BCE), "The accumulation of foreign reserves", Occasional Paper Series, N° 43, Fev 2006, P17.

la réserve fédérale américaine (FED) sur une période allant jusqu'à trois ans à des niveaux proches de 01 % (cf. graphique 07).

Si nous considérons, avec une simple hypothèse non loin de la réalité économique, que les taux de croissance aux pays de l'organisation de coopération et de développement économique (OCDE) resteront faibles pour cette même période, et avoisinant également zéro pour cent, les fonds des créanciers de ces économies à l'instar de l'Algérie, fonderont sous l'effet de l'inflation de façon significative.

**Graphique 07: Evolution des taux d'inflation et des taux d'intérêt souverains (Zone Euro, Etats-Unis d'Amérique) 2000-2017.**



Source : Datastream, FMI, BM.

Un scénario pour bien apprécier le coût d'opportunité qu'engendre le choix de l'Algérie d'investir dans les dettes souveraines, ce scénario consiste à imaginer si l'Algérie avait choisi d'investir dans le portefeuille d'infrastructures de la banque africaine de développement (BAD) ou dans le fonds de capital-investissement pour les infrastructures en Afrique dont le rendement moyen des investissements au cours des Années 2010 à 2017 est de (4.85%) et le rendement de référence du fonds de placement de la BAD dédié aux infrastructures est de (10%).

Un tel investissement qui peut se transformer en instrument de négociations économique-diplomatiques, aurait rapporté davantage de rendements financiers pour l'Algérie que de les investir en finançant les déséquilibres de certaines économies développées aux États-Unis d'Amérique notamment<sup>11</sup>.

<sup>11</sup> F. PONS, Algérie le vrai état des lieux- 50 ans d'indépendance, Edit [Calmann-LEVY, Paris, 2013, P67.](#)

Investir dans une autre monnaie refuge en l'occurrence l'or n'est pas moins rentable, même s'il ne crée pas de richesse, son cours a augmenté de plus de 400% durant ces dix dernières années. Cela revient à dire qu'investir le même montant en or au lieu de les investir en dettes souveraines aurait multiplié le capital investi par quatre voire cinq.

Ces conclusions rejoignent la position défendue par Stiglitz (2006)<sup>12</sup> qui relevait que le coût social total de détention de réserves de change excédentaires se situait aux alentours de 300 milliards de dollars américain par an dans les pays en développement, ce qui représente à peu près le montant de ressources dont les pays en développement ont besoin pour financer les investissements de base à l'horizon des objectifs du millénaire pour le développement (OMD).

Dans ce contexte, le principal domaine de préoccupation dans le cas algérien est celui de l'absence d'un cadre d'analyse permettant de déterminer le volume adéquat des réserves de change à investir en actifs souverains. Un volume conciliant les deux objectifs de liquidité et de rentabilité en tenant en compte du coût d'opportunité qu'engendre un tel choix d'investissement.

Pour Benbitour (2011), le risque pour l'économie algérienne vient justement de cette spécialisation dans la transformation d'une réserve non renouvelable (hydrocarbures) en une réserve dormante, volatile, inutile pour le développement économique du pays (investissement en dette souveraines)<sup>13</sup>.

### **3.2. L'accroissement à l'exposition au risque de change :**

Une énigme de longue date, en finance internationale, est la pérennité de la part du dollar dans les réserves de change mondiales<sup>14</sup>. Les banques centrales donnent traditionnellement la priorité au dollar lorsqu'il s'agit de placer leurs réserves officielles de change, elles y investissent 61 % de leurs réserves, contre 24 % en Euro et 4% en Yen japonais<sup>15</sup>. Cette prédominance de la monnaie américaine peut s'expliquer par le fait que,

---

<sup>12</sup> J. STIGLITZ. "Making globalization work", Norton and company, New York, USA, 2006.

<sup>13</sup> A.BENBITOUR, D'une Économie basée sur les ressources à un développement équilibré, " Le développement économique de l'Algérie : expériences et perspectives", Ouvrage collectif sous la direction de HAFSIL.T, Casbah Edition, Alger, 2011,P191.

<sup>14</sup> T.CHAN, R. McCALLEY, Les variations de change déterminent la compositions des réserves, Rapport trimestriel BRI, Dec 2014, P01.

<sup>15</sup> M. AGLIETTA,V. COUDERT, Le dollar et le système monétaire international, Edit la Découverte, Paris, 2014, P53.

d'une part le gros des engagements internationaux sont libellés dans cette monnaie et que d'autre part le dollar américain joue le rôle de valeur refuge en temps de crises.

Néanmoins, les fluctuations entre monnaies de réserves, pourraient faire subir d'importantes pertes en capital si la monnaie locale venait à s'apprécier contre les principales devises dont l'investissement est libellé ou bien entre les monnaies de réserves elles mêmes, c'est ce que l'on appelle le risque de change.

Bien qu'aucune série statistique détaillée ne soit disponible quant à la structure en terme de composition en devises des réserves de change détenues, les données de la banque d'Algérie (Déc., 2016) confirment cette tradition bancaire qui est de donner la priorité au dollar américain, avec 63,57% des placements en Dollars américain, 20,07% en Euro, 2% en Livre Sterling<sup>16</sup>.

En Algérie, et en fonction de la composition en devises des réserves de change, une appréciation du dollar américain contre la monnaie unique européenne (l'Euro) provoquerait une perte en capital par rapport à la valeur initiale de l'investissement puisque le dollar américain sert de référence au décompte final de l'investissement des réserves de change.

Concrètement, les fluctuations à la hausse du dollar américain face à d'autres monnaies de réserves, pourraient nuire au portefeuille d'investissements de l'Algérie libellés en dollars puisque ces derniers verront leur valeur marchande dégringolée.

L'érosion des réserves de change observée en Algérie depuis 2013 est due en partie à ces pertes de change communément appelées " effet de valorisation négatif". Ainsi, nous constatons, selon les rapports de la banque d'Algérie (BA), un montant de 4,3 Milliards de dollars américain, relatif à des pertes de change enregistrées en 2016 par des investissements souverains libellés en devises autre que le dollar américain. Cette perte de change est de l'ordre de 01 Milliards de dollars américain entre Janvier et Juin 2018.

Le risque de change, accroît l'exposition des investissements de la banque d'Algérie en affectant leur valeurs marchandes d'où la nécessité d'une gestion dynamique basée sur la diversification, l'anticipation des fluctuations, la conjoncture internationale et la nature des engagements internationaux de l'Algérie.

---

<sup>16</sup> Rapport annuel "Données économiques et financières de l'Algérie", Banque d'Algérie, Déc. 2014.

### 3.3. Dettes souveraines et Risques souverains :

La notion du « **risque souverain** », peut se définir comme la probabilité qu'un État ayant émis un emprunt n'honore pas l'une des obligations contractées au titre de cet emprunt (en premier lieu le paiement régulier des intérêts ou le remboursement du principal à l'échéance) quelle qu'en soit la raison<sup>17</sup>.

Longtemps sous-estimé, la perception du risque souverain a été graduellement intégrée dans la réglementation prudentielle internationale. Les crises d'endettement des années 80 et 90, l'accentuation de la crise financière de 2008 ont conduit à une remise en question de la soutenabilité des dettes souveraines et partant, le dogme en vigueur depuis 1945 selon lequel un pays industrialisé ne peut pas faire défaut. Cette évolution de la perception du risque souverain s'est manifestée de plusieurs manières: plans de restructuration de la dette souveraine, hausse des coûts des contrats de couverture sur les dettes souveraines (CDS), réduction voire annulation des dettes souveraines.

Enfin, en matière d'évaluation du risque souverain, la littérature économique a établi une distinction entre les événements selon qu'ils échappent ou non à la volonté du gouvernement emprunteur, nous distinguons entre la « capacité de payer » et la « volonté de payer ».

#### 3.3.1. Le risque souverain selon la capacité de payer :

Le risque souverain avec « **capacité de payer** » est l'hypothèse selon laquelle, un État se trouve dans l'impossibilité d'honorer ses dettes suite à des sous- performances macro-économiques structurelles (Endettement excessif, déficits budgétaires, déséquilibres de la balance des paiements, dévaluations.).

Plus grave que la crise des dettes souveraines de 2009, l'exemple le plus probant ces vingt dernières années est celui de l'Argentine de 2001. Suite à des difficultés économiques, le pays s'est retrouvé en situation de défaut de paiement, son gouvernement a été amené à renier le service de sa dette. Ce défaut souverain est considéré comme le plus important répertorié dans l'histoire économique jusqu'ici<sup>18</sup>.

---

<sup>17</sup> P. HUBERDEAU, la dette souveraine est elle assurable ? CHEA, Janvier 2012, P11.

<sup>18</sup> C.M. REINHART, K.S. ROGOFF, Cette fois, c'est différent: Huit siècles de folie financière, Pearson, 2010, P30.

Mais au-delà du scénario d'un défaut de paiement souverain, ce qui signifie pour un État créancier comme l'Algérie, la perte de sa richesse extérieure publique, il apparaît nécessaire de s'interroger sur l'éventualité pour un État débiteur de se fonder sur certaines causes d'exonération telles que l'état de nécessité économique, afin de suspendre ou annuler le paiement de ses dettes externes. Les États étant par définition souverains, il n'existe pas dans l'ordre international d'instance pouvant les contraindre à rembourser leurs créanciers ou à plus forte raison, pouvant procéder à la mise en liquidation d'un État défaillant. Contrairement aux cas des dettes d'entreprises, il n'existe pas de mécanisme de mise en faillite pour les États, ce qui complique le traitement des dettes souveraines.

### **3.3.2. Le risque souverain selon la volonté de paiement: Cas des États-Unis d'Amérique et les décisions référendaires souveraines.**

Le risque souverain selon la « volonté de payer » est le risque qu'un État endetté ne souhaite pas faire face à ses engagements. Conséquence de politiques et de décisions délibérées, ce type de risques est appréhendé au travers de facteurs qualitatifs tels que l'efficacité et la stabilité des institutions et des politiques publiques, la régularité avec laquelle un État a honoré ses engagements dans le passé...etc.

La section suivante fournit une analyse de ce type de risques qui constitue une préoccupation constante pour les détenteurs d'actifs souverains dont l'Algérie qui a fait le choix d'investir une partie de ses réserves de change en bons de trésor américain.

En 1971, John. B. CONNALLY, **secrétaire d'État au Trésor américain sous la présidence NIXON** et face aux inquiétantes fluctuations du dollar américain, décrète unilatéralement l'inconvertibilité du dollars en prononçant sa fameuse phrase : "Le dollar, c'est notre devise mais votre problème !".

Cette décision qui a remis en question tout le système monétaire international de Bretton Woods, illustre bien l'une des caractéristiques des États-Unis d'Amérique qui est leur unilatéralisme<sup>19</sup>. C'est lui qui guide leurs intérêts.

---

<sup>19</sup> S. MOUHOUBI, Crise financière mondiale et enjeux de la guerre des monnaies, OPU, Dec 2012, Alger, Algérie, P102.

Sur le plan intérieur, ils mènent la politique économique et financière qu'ils souhaitent sans tenir compte de ses effets sur le reste du monde. Ils agissent avec les mêmes intentions dans la conduite de leurs relations extérieures au niveau international.

À partir de ce constat, une interrogation se pose; qui oserait affronter les États-Unis d'Amérique pour les forcer à honorer leurs engagements financiers ?

Fortement imprégnés des principes démocratiques et de liberté des peuples, les États-Unis d'Amérique peuvent bien décider d'un moratoire sur la dette extérieure, de faire appel au référendum populaire concernant leur endettement externe et de renvoyer leurs créanciers institutionnels ( Chine, Japon, Arabie Saoudite, Algérie...etc.) à la masse populaire pour justifier leur décision de ne pas honorer leur dettes externes.

Les milliers de milliards de dollars américains de dettes que détiennent les créanciers des États-Unis d'Amérique (détenteurs de la dette souveraine américaine) dont l'Algérie avec plus de 40% de ces réserves de change investies en bonds de trésor américain (Treasuries), courent le risque de se perdre sur simple référendum populaire.

Même si dans l'histoire des crises économiques, le recours à ce mode de prise de décision concernant l'endettement public est considéré comme virtuellement nul, cette hypothèse, demeurerait envisageable, peu probable qu'elle soit. Si certains pays développés disposent de moyens matériels et juridiques pour récupérer leurs créances des pays endettés, quels seraient les mécanismes d'assurance dont dispose l'Algérie pour prétendre pouvoir récupérer ses fonds auprès d'une hyperpuissance comme les États-Unis d'Amérique ?

## **CONCLUSION:**

Si de nombreux arguments étayent la solidité de l'investissement en actifs souverains, les récentes évolutions survenues après la crise financière de 2008 et la trajectoire non soutenable des dettes souveraines observée ces dernières années, démontrent que le fait de détenir un pourcentage élevé d'actifs souverains n'est plus l'outil essentiel ou unique permettant de modérer l'exposition de ces actifs aux risques. Ces risques qui varient d'un pays à un autre, dépendent aussi de certains paramètres comme : la composition et les montants investis en dettes souveraines, les horizons et les objectifs de placement.

La véritable crainte pour l'Algérie qui opte pour l'investissement d'une importante partie de ses réserves de change en dettes souveraines vient du risque de l'effondrement des

économies débitrices dans leur ensemble par un défaut de paiement (éclatement de bulle de la dette souveraine), ou encore plus, d'une décision souveraine incontestable concernant l'endettement externe.

Étant donné que la gestion des réserves de change peut améliorer la capacité d'un pays à gérer une crise, il est recommandable pour l'Algérie de concilier les deux objectifs de liquidité et de rentabilité en diversifiant son portefeuille de réserves en un portefeuille de liquidités et un portefeuille d'actifs sous forme de richesse moins liquide au rendement plus élevé.

Enfin notre étude souligne le besoin pour l'Algérie d'une approche plus stratégique visant à investir le volume excédentaire des réserves de change dans des investissements économiques productifs, responsables, durables, permettant de faire vivre les ressources naturelles au delà de leur horizon physique.