

# ECONOMICUS



## LENDEMAINS DE LA CRISE DES SUBPRIMES

Entretien avec Yann Moulier-Boutang :

**Les leçons majeures d'une crise systémique**

Propos recueillis par Adil El Mezouaghi et Driss Ksikes

**Jusqu'où iront les fonds souverains ?** par Hicham Benjamaâ

**Quid de la convertibilité du dirham ?** par Sonia Benjamaâ

**Pourquoi l'économie réelle souffrira au Maroc** par Ismaïl Hariki

Chronique du stratège

**Le capitalisme n'en mourra pas, mais ...**

par Alfredo Valladao

Avec Yann Moulrier-Boutang, économiste\*

ENTRETIEN

# Les leçons majeures d'une crise systémique

Propos recueillis par  
Adil El Mezouaghi  
et Driss Ksikes

Expliquer l'origine de la crise des subprimes, saisir l'effet domino qui s'en est suivi, comprendre comment le système financier a été pris à son propre piège et appréhender des issues, pas seulement techniques mais aussi politiques à cette crise systémique. C'est à cela que nous invite cet article didactique, établi sur la base d'un entretien.

## Au départ, une crise du «logement social»

Les subprimes (prêts hypothécaires) n'ont pas été conçus pour soutenir le secteur immobilier mais pour répondre à une absence de logement social financé par l'Etat. Contrairement à une grande partie de l'Europe, les Etats-Unis ont un secteur du logement social insignifiant, développé seulement dans quelques villes. Se posait donc le problème des gens à faibles revenus. Normalement le marché ne loge que les gens qui ont un apport financier d'au moins 20% de l'investissement, ce qui représente des garanties suffisantes pour le remboursement, aux yeux des sociétés de crédit. Voilà qui permettait l'accès à la propriété de la moitié de la population mais pour la seconde moitié, c'était beaucoup plus difficile. Les subprimes sont donc une invention qui consiste à permettre à des ménages qui représentent un grand risque de défaillance d'emprunter à des



taux plus élevés, (8% au lieu de 6%) et d'accéder à du logement social dans un système (américain) où le social compte pour rien.

## La droite et le mythe de la propriété

Pourquoi les Etats-Unis ont-ils développé massivement ces programmes? C'est énoncé très clairement par Alan Greenspan, l'ancien président de la Fed, et par d'autres personnes dans les sociétés américaines de dérégulation. Le meilleur moyen de mettre la gauche sur la défensive,

c'est de proposer à tous l'utopie de la propriété. La droite vend partout ce rêve-là. Greenspan reconnaît que, pour soutenir le capitalisme, il faut un grand nombre de propriétaires. Pour que cela marche et pour que, par miracle, des gens qui n'ont pas les moyens de payer puissent le faire, il faut que soient réunies plusieurs conditions, dont un marché très dérégulé. Il faut aussi que l'immobilier soit à la hausse. Cela permet aux gens qui s'engagent sur des montants extrêmement élevés de voir la valeur de leur logement doubler, par exemple en 2 ou 3 ans, avec un prêt qui lui porte sur 20 ou 30 ans. Les emprunteurs sont gagnants puisqu'ils peuvent récupérer au-delà de la mise de départ, très vite, d'autant plus que les autorités financières ont réinstauré une règle bannie depuis la crise de 1929, qui permet aux emprunteurs de ne rembourser le capital qu'à la fin du prêt, et qui surtout les autorise à ne rien payer pendant les deux premières années. Quand on triche sur les

\*Professeur à l'IEP, Paris, l'Université de technologie de Compiègne et Birmingham-N.Y

revenus, qu'il n'y a plus d'apport personnel et que les gens peuvent s'engager sur des montants qu'ils n'ont absolument pas, et revendre leurs appartements avec le crédit hypothécaire qui va avec au bout de 2 ans en ayant gagné de l'argent en plus, il ne faut pas s'étonner de la débâcle qui s'ensuit.

### L'effet boule de neige de la titrisation

En quoi la titrisation est-elle responsable de ce qui s'est passé ? Que s'est-il passé ? Les banques, au lieu de garder dans leurs comptes, des débiteurs insolubles, ont fabriqué des titres dans lesquels elles ont mélangé les créances douteuses avec d'autres plus sûres. C'est la question du mélange qui est très importante. Ainsi, les titres englobaient plusieurs blocs d'emprunteurs : on a appelé « prime » les réglos, seniors les quasi sûrs, avec une notation triple de celle des primes et on a baptisé « subprimes », les emprunteurs à risques, auxquels on a alloué, en cas de défaillance, des coefficients de remboursement beaucoup plus élevés. Ce système permet de fabriquer des produits hybrides destinés à être vendus sur le marché financier. Grâce à ces produits complexes, la banque se débarrasse de ses créances, puisqu'elles ne figurent plus dans son bilan, et gagne au passage des ressources, parce que le mécanisme de titrisation permet de prélever à chaque fois des commissions. C'est pour cette raison que les banques sont passées par des courtiers qu'elles ont payés pour placer des emprunts auprès de toutes les couches sociales, même les très pauvres. Ces intermédiaires ont eu intérêt à vendre le maximum d'emprunts possibles dont la banque, elle, avait intérêt à se débarrasser le plus vite possible...

### Comment le système financier a-t-il été pris au piège ?

Il y a bien évidemment quelque chose de pervers dans ce système: il faut pousser le marché de l'immobilier à la hausse pour générer la possibilité croissante d'élargir l'assiette de ceux qui peuvent prétendre se loger. Théoriquement,



toute la mécanique fonctionne dans un sens positif, mais il suffit que l'immobilier baisse et que les actions commencent elles aussi à baisser pour que surviennent la défaillance des subprimes. Or, comme ces crédits hypothécaires représentent un énorme volume, les banques, quand bien même elles saisissent les appartements hypothéqués - un million (sur 12) l'ont été aux Etats-

Unis - et en inondent le marché, ne trouvent plus à les revendre, ce qui accentue la baisse de l'immobilier... Or, aux Etats-Unis, la comptabilité des entreprises, notamment celles des établissements financiers, a été révisée de telle sorte que, lorsqu'elles récupèrent des immeubles, ce n'est pas la valeur historique d'acquisition qui est prise en compte mais celle en cours. Voilà qui déclenche une dévaluation des actifs des banques qui, de plus, ont peur d'expulser les gens de leurs maisons.

### Les dommages collatéraux de la déréglementation

Commençons par évacuer un gros malentendu. La déréglementation n'est pas l'absence de règles. Rien de plus réglementé que la déréglementation ! Rien n'accumule plus de règles aussi précises, allant de la comptabilité à la légalisation de certains produits, que le système néolibéral ! Par ailleurs, il faut savoir que la croissance phénoménale accumulée sur le plan financier durant les trente dernières années n'est pas simplement le fruit de la croissance bancaire, mais provient ►►

### Qu'est-ce que les droits de tirage spéciaux ?

Les Droits de tirages spéciaux (DTS) sont un instrument de réserve international créé par le FMI en 1969, pour compléter les réserves officielles existantes des pays membres. Ils sont alloués aux pays membres proportionnellement à leur quote-part au FMI. Le DTS sert aussi d'unité de compte au FMI et à certains autres organismes internationaux. Sa valeur est déterminée à partir d'un panier de monnaies.

Le DTS n'est pas une monnaie, et ne constitue pas non plus une créance sur le FMI. Il représente une créance virtuelle sur les monnaies librement utilisables des pays membres du FMI. Sa valeur initiale est de 0,888671 gramme d'or fin, valeur du dollar à l'époque de Bretton Woods. Depuis la crise de 1973, le DTS est déterminé par rapport à un panier de monnaies, (Dollar, Euro, Livre sterling et Yen). Cette composition est revue tous les cinq ans pour veiller à ce que la pondération des monnaies rende bien compte de leur importance relative dans les échanges et les systèmes financiers internationaux. La prochaine évaluation aura lieu en 2010. D'ici là, les économies n'auront qu'à s'adapter.

Source : [www.imf.org](http://www.imf.org)

## Les leçons majeures d'une crise systémique

essentiellement des paradis fiscaux. Tous les établissements qui ne sont pas soumis aux mêmes règles que les banques se sont créés dans l'interstice entre la mondialisation productive financière et son besoin énorme de liquidités. Bien sûr, les paradis fiscaux ne datent pas d'aujourd'hui. Mais la nouveauté consiste en l'étendue des capitaux qui y migrent. Au fond, le système financier se régule avec la soupape de cette immense masse d'argent échappant aux cadres réglementaires et de ces flux de liquidités illégales (drogue, prostitution ...). En fait, chaque grand pays a son paradis fiscal (Monaco pour la France, Andorre pour l'Espagne, le Liechtenstein pour l'Allemagne, les îles Jersey pour l'Angleterre ...) qui recycle tout.

### Les collectivités locales emportées par la vague

Dans les pays européens, dans au cours des quinze, vingt dernières années, beaucoup de gros dépôts et beaucoup d'épargne ont permis à des personnes, des collectivités et même des Etats, comme l'Islande, d'accroître leurs revenus en s'adossant au système financier. Les titres, type subprimes, auxquels ils se sont adossés, les attiraient parce qu'ils pouvaient rapporter gros, un peu comme les junk bonds (littéralement, obligations pourries) des années 80. Plusieurs collectivités locales qui devaient s'endetter pour financer leurs plans de développement, se sont tournées vers ces produits. C'était comme jouer au casino pour essayer de gagner plus ! En Norvège par exemple, une collectivité pouvait placer de l'argent liquide à 4 %, mais a préféré le faire à 8 et 10 %, à l'aide

de la titrisation. Résultat, elle est aussi touchée de plein fouet par la crise des subprimes. Certaines collectivités allemandes sont menacées parce qu'elles détiennent des actifs dégradés, comme les fonds de pension américains, ce qui les soumet à un risque de faillite. C'est ce qui explique la volte-face d'Angela Merkel. Au départ, elle était contre le plan européen et, depuis la faillite de la banque de l'Etat de Saxe qui nécessite une recapitalisation à hauteur de deux fois le budget, elle s'est ravisée...

### Vers un capitalisme mixte

La propension à la souveraineté réapparaît à travers les fonds souverains et dans la réaction de certaines grosses entreprises. Il y a quinze ans, celles-ci sont allées en Bourse parce que c'était le seul moyen pour elles d'obtenir du capital et d'éponger leurs dettes. Maintenant qu'elles ont eu des capitaux, elles souhaitent en sortir. Les top managers savent que, s'ils sont à la Bourse, ils ne peuvent pas mener de stratégies secrètes, sont soumis au diktat des actionnaires et la proie des OPA. Au fond, les marchés sont trop transparents et démocratiques au goût d'un certain nombre d'agents qui souhaitent revenir à l'anonymat, à l'arbitraire et à la souveraineté. Par exemple, les fonds souverains chinois et qataris agissent dans la plus grande discrétion et n'aiment pas beaucoup la publicité qui leur a été faite. Aussi les entreprises les plus puissantes envisagent-elles de plus en plus de sortir du marché financier. C'est le retour tentant à

l'opacité. Tous réalisent que la supervision des marchés est beaucoup plus compliquée que la supervision de l'Etat. Aujourd'hui, le passage brusque et mal digéré de la régulation de l'Etat à celle des marchés annonce une transition vers un capitalisme mixte qui va essayer de mêler le côté reporting, très précis, aux formes de régulation de l'Etat soumis à la pression démocratique.

### Pas de New Deal à l'horizon

Le niveau d'investissement produit par la finance est énorme mais manque d'orientations. L'absence de lisibilité, de politique publique et d'un consensus mondial sur les grandes orientations en terme de développement (ex : innovation technique, savoir, écologie..) fait que toute cette liquidité, créée à travers peu de dépôts, ne sait pas où s'investir. Du coup, elle est injectée dans des produits à très court terme et va spéculer sur les marchés en créant une instabilité croissante. La crise est liée à une instabilité profonde et à une crise de confiance sur le modèle de développement à long terme. Au moment du New Deal, on a rapidement su ce qu'il fallait faire aux Etats-Unis (des routes, des barrages...). Aujourd'hui, il y n'a pas ce consensus et pas de ligne claire pour créer un plan de développement solide qui capitaliserait sur l'accumulation des ressources.

### Entre sauvetage financier et choix d'investissement

Aujourd'hui, aux Etats-Unis, le plan Paulson, qui comporte 700 MM\$

**il y n'a pas de ligne claire pour créer un plan de développement solide**

est-il suffisant ? Il en faudrait le double pour consolider les banques, car il y a 44 milliards de cartes de crédit qui génèrent des dérivés. Le Trésor américain veut aider l'industrie américaine. Pendant la crise, un plan fédéral américain proposait de donner 70MM\$ aux trois grands constructeurs américains qui ont un problème de financement de la protection sociale : ces derniers en ont exigé 180. Or, l'Etat américain ne peut pas tout faire. Il ne peut donc pas éviter la « sidérurgisation » de l'industrie automobile. Aujourd'hui, la recherche et le développement, la connaissance pour créer un développement durable, nécessitent de réels investissements autour du protocole de Kyoto. Les fonds alloués actuellement ne suffisent pas. C'est comme les 3% de PIB pour la recherche, il en faudrait 10% !

### L'Europe fédérée face à la catastrophe

Le passage d'une crise de liquidités à une crise interbancaire provient du fait que les institutions financières doutent de la solvabilité des unes et des autres. La banque fédérale américaine ne peut pas intervenir, mais a la latitude de créer de la monnaie. Elle peut placer des bons du Trésor ou faire marcher la planche à billets. En cela, elle est avantagée par rapport à son homologue européenne. Actuellement, le drame de l'Europe, c'est que la BCE commence à peine à intervenir sur la solvabilité. Elle vient d'accepter le 20 octobre de faire payer aux banques un taux correct en admettant des actifs de type subprimes. Par contre, elle ne peut pas créer de monnaie par emprunt, c'est-à-dire qu'elle ne peut pas lancer un emprunt sur l'Euro. Elle n'en a pas le droit car on est dans une structure confédérale et non fédérale.

Le comble est que les Etats n'ont pas le droit de faire de la monnaie. Du coup, ils s'endettent. Il a donc fallu une catastrophe pour que s'organise une réponse européenne qui renforce les pouvoirs de la BCE. Cette situation explique le revirement de la Grande-Bretagne: La



BCE va accepter des crédits libellés en dollars et en livres sterling, ce qui signifie que la Livre sterling va rejoindre l'Euro.

### Vers un nouveau Bretton Woods ?

Un Etat qui ne détient pas la monnaie de réserve du monde entier ne peut pas recourir à l'émission de billets à volonté, parce que la contrainte de change l'oblige à la conversion, et rien ne dit que ses créanciers voudront autre chose que des devises étrangères. Le Dollar étant la monnaie de réserve, les Etats-Unis peuvent imprimer le nombre de billets qu'ils veulent. Mais il y a le risque qu'il se dévalue de 60 ou 75% comme Lehman Brothers, dont l'action était à 70 dollars et a subitement chuté à un dollar. Dans ce cas, on se retrouverait devant une crise financière majeure. Et c'est pour cette raison que tous les Etats parlent de revoir le système monétaire. Si les marchés ont voté pour un fédéralisme européen, c'est parce qu'en détenant des Hedge funds ou des fonds souverains, la seule chose qu'ils souhaitent c'est

la sécurité. D'où l'idée d'avoir deux monnaies de réserve, au lieu d'une seule. De cette manière, il y aurait un effet de balancier entre l'euro et le dollar et les liquidités seraient protégées, ce qui donne aux marchés un pouvoir de bargaining (marchandage). Ils peuvent, alors

dire aux Américains, «si vous allez trop loin, nous convertissons une partie de nos réserves en euros», et a contrario, ils peuvent dire à l'Europe : «vous n'achetez pas assez sur le marché mondial, donc nous achetons plus de dollars et moins d'euros ». Pour pouvoir agir ainsi, il faut que l'euro soit une monnaie de réserve mondiale et, pour ce faire, la BCE doit pouvoir emprunter sur le marché des capitaux et lancer des bons du Trésor libellés en euros, ce qui permettra d'en freiner la hausse. Lors des accords de Bretton Woods, justement, les Américains avaient refusé de créer une monnaie mondiale avec des tirages spéciaux liés à des investissements, écologiques, cognitifs ou sociaux. Le temps est propice pour remettre la proposition sur la table, avant que le dollar ne dévise complètement et ne ruine tout au passage.

### La Chine, pas si avantagée que cela

La Chine commence s'inquiéter du remboursement des bons du Trésor américain à long terme. Sachant ►►

## Les leçons majeures d'une crise systémique

qu'elle ne détient que du papier, elle regarde de très près si les capitaux se sont portés sur des emprunts à très court terme pour financer le remboursement de la dette. La vraie question, ce sont les droits de tirage spéciaux, la création monétaire qui doit être autorisée aux Etats du Tiers monde. Initialement, la Chine avait comme possibilité de développement de vendre ses biens manufacturiers sur le marché mondial. Quand s'est présenté à elle le schéma des ménages moyens américains qui achètent chinois, elle a fait un choix commercial où l'Amérique est centrale. Or, à partir du moment où ce ressort est cassé, le problème commence à devenir grave pour la Chine et les pays du Tiers monde. Entendez, la chute brutale de la demande des pays du centre aura un effet puissant parce que ni la Chine, ni l'Inde d'ailleurs, n'ont un marché intérieur solvable. Comparons les chiffres. Les Etats-Unis font un PIB de 13 MMM\$ par an, alors que celui de la Chine avoisine les 4 MMM\$, dépassant à peine le PIB français et n'atteignant même pas celui de l'Allemagne. Si la Chine ne peut plus compter sur la capacité d'endettement du

système américain, elle est obligée de booster le marché intérieur et d'assurer de meilleures salaires et une réelle protection sociale. Il faut savoir que ce pays compte 1,8 MMM dollars en réserve internationale et que seuls 400 millions de Chinois installés dans les régions côtières assurent la demande interne. Le modèle de développement par l'exportation reposant sur l'exploitation, qui prévaut aujourd'hui en Chine, fait penser au Japon de l'ère

Meiji (de 1853 à 1914) qui était devenu la manufacture du monde avec des objets de faible qualité. La guerre a tout changé.

### Le discours sur l'économie réelle menace les délocalisations

Il y a un discours actuel qui affirme qu'on est allé trop loin dans la mondialisation, que le confédéralisme européen est catastrophique, parce qu'il dessert les Etats. Alors, quoi ? On arrête l'expansion européenne, on arrête l'entrée de la Turquie, on bloque l'Europe maintenant avec toutes les conséquences qui s'ensuivent, on relocalise les usines ? L'histoire nous apprend qu'à chaque fois que le commerce mondial se rétracte, c'est la guerre qui s'ensuit. Il y a eu trois dépressions très fortes. Celle de 1857, qui fut déjà une première grande crise monétaire, a présagé la guerre franco-prussienne de 1870. L'énorme dépression de 1893 s'est soldée par le cloisonnement des empires, menant à la guerre de 14-

### Le discours sur l'économie réelle peut provoquer une réaction très forte contre l'économie de la connaissance

18. Enfin, face à la grande crise des années 30, le New Deal n'a suffi à tirer l'économie et a relancé la machine de guerre.

N'oublions pas que la machine économique américaine ne s'est pas mise à tourner à plein régime qui à partir de l'entrée en guerre des Etats-Unis au Moyen Orient. N'oublions pas non plus qu'on a frôlé la catastrophe cet été en Géorgie. Tout cela est lié à l'absence profonde de consensus sur

la façon d'accumuler du capital. Et une des pires réactions que l'on voit surgir en Europe, consiste à dire que toute la finance nous a trompés, comme ce fut le cas pour la finance internationale juive dans la crise des années 30. Aujourd'hui, le discours sur l'économie réelle et irréaliste peut provoquer une réaction très forte contre l'économie de la connaissance, et favoriser des relocalisations d'usines... Ce serait une catastrophe pour le Sud, mais aussi pour le Nord.

### La Russie, imprévisible et les pays du Sud, menacés

Tout ce que j'ai dit sur la situation de guerre qui suit les récessions, devient encore plus imminent dans des économies rentières comme celle de la Russie. C'est tout de même le seul pays dont le Premier ministre ferme la Bourse quand rien ne marche. La prospérité russe, contrairement à ce qu'on en a dit, ressemble à celle d'un Etat comme l'Algérie. Elle repose essentiellement sur la production de gaz. Ces

rentrées d'argent provenant de l'énergie expliquent un boom de l'immobilier, semblable à celui

des USA, avec des spéculateurs, des courtiers et des hedge funds, donc une prospérité énorme. Or, aujourd'hui, on estime que la moitié de ces fonds pourris vont mourir. Ceux qui détiennent 260 milliards de créances par leurs investissements vont devoir en rembourser 700M, avant le 31 décembre. Il est donc très vraisemblable qu'ils se retirent de l'investissement, notamment dans les pays du Tiers monde. Il va donc falloir que les Etats des

pays du Sud se préparent pour protéger le capital manufacturier qui est un gage de développement très important pour eux. Il va aussi falloir qu'ils se préparent à des prises de participation, d'où la nécessité d'avoir une abondance de trésorerie. Il leur faudra alors demander au FMI de leur donner des droits de tirage spéciaux, car s'ils financent leur développement sur la base de l'argent tiré de leurs exportations, ils ne vont pas pouvoir le faire autant, car la valeur de ces dernières va baisser.

### **Le capitalisme financier est vital pour le développement**

Le problème qui se pose aujourd'hui, c'est qu'on a fondé un système qui tient le coup et qui va continuer d'exiger des liquidités phénoménales. Or, on ne pourra pas se passer de la finance parce que ses mécanismes sophistiqués, à la grande différence du crédit classique bancaire, constituent un multiplicateur de dépôt de 1 à 6. L'Etat, quant à lui, n'a pas de limite à la création monétaire, c'est-à-dire qu'il n'a de limite, que s'il a du crédit, mais ce même Etat peut quand même se libérer de la tyrannie des dépôts. Or, pour faire une politique de développement, il a grandement besoin d'un multiplicateur toléré qui irait de 1 à 5.

Le problème réside dans l'usage fait de la finance. Multiplier, comme dans le cas des subprimes, les dépôts entre 32 et 37 fois, et créer des dettes qui n'ont pas de très fortes chances d'être remboursées, c'est franchir la limite de la tyrannie des dépôts. Le développement, c'est de prêter à des gens qui n'ont pas d'argent, en supposant qu'ils vont en avoir, ce qui va leur permettre de sortir de la pauvreté. Ce besoin-là de la finance va exister d'autant plus que le pré-supposé « il y a trop de liquidités qui

circulent » est faux. Il faut donc que les banques soient de plus en plus sévères dans l'attribution des prêts. Les Etats, par contre, ont besoin de tellement d'investissements, dans les domaines de l'éducation, de la santé, de la connaissance et de la recherche, qu'ils ne peuvent se permettre de restreindre la liquidité et



d'avoir un discours catastrophique pour le développement. Il va falloir batailler pour que, sous l'autorité des Etats, un investissement ait lieu avec les outils de la finance et que des liquidités surveillées soient encadrées pour servir un plan de développement global.

### **L'interconnexion de la crise exige un plan de sauvetage politique**

Je pense qu'on est dans une crise systémique, c'est-à-dire que tous les aspects sont liés les uns aux autres. L'approche de Paulson, le plan de Brown et celui des 15 pays européens, puis la démarche de la banque du Japon, tout cela résout à

peine la moitié du problème. L'autre partie, c'est la confiance dans le futur, la monnaie et le crédit. Quel prix mettre sur le futur ? C'est là que se posent les solutions écologiques, la question d'un New Deal social réel, qui viendrait répondre à la répartition inégalitaire des revenus, puis la question cognitive, c'est-à-dire la mutation du capitalisme en vue de liquider les secteurs qui sont en train de détruire la planète. L'interconnexion des choses fait que le Sud va avoir besoin de liquidités, de façon plus importante que le Nord, parce que toute la prospérité qu'il a accumulée avait pour gage les capitaux d'investissement sur le développement industriel. L'expérience montre, comme dans les années 30, que lorsqu'il y a une période de dépression comme celle-ci, les gens se mettent à consommer. Il faut qu'on pense au futur, sinon la crise va continuer sous une forme larvaire. C'est ce qu'on appelle un New Deal hémiplogique, technique, qui ne va pas rassurer les marchés pour autant. Il ne faut pas sous-estimer les marchés, c'est-à-dire les marchés au sens des investisseurs qui ont du capital. Ils peuvent le mettre partout dans le monde. Or, que se passe-t-il actuellement ? Ils sont dans une crise de confiance parce qu'il n'y a aucune proposition politique qui puisse dégager l'horizon du possible et du faisable. Des pays du Sud, qui se sont ouverts au système financier international, comme le Maroc, ne peuvent plus se contenter des crédits internationaux privés, grande nouveauté de la mondialisation. Dès l'instant où ces pays sont confrontés au risque de retrait d'investissements, la question qui se pose à eux est d'obtenir du FMI des droits de tirage importants. S'ils restent tributaires du circuit international privé, ils n'auront aucun rôle stabilisateur et risquent de sombrer dans le non-développement. ■

# Jusqu' où iront les fonds souverains ?

par Hicham Benjamaâ  
Chercheur, CESEM.

La crise des subprimes a démontré le poids grandissant des fonds souverains. D'un côté, les pays occidentaux les appellent à la rescousse, en ces temps de turbulences, de l'autre, ils craignent que ces fonds ne soient utilisés à des fins autres que commerciales. Pour qu'ils circulent en toute transparence, le FMI vient d'élaborer un code de bonne conduite.

**D**es pays du Sud volant au secours de pays occidentaux ? On ne s'étonnera décidément plus de rien. Ces derniers mois, les fonds souverains des pays émergents sont venus à la rescousse d'un certain nombre d'institutions financières, fragilisées par la crise des subprimes. Avec, en quelques semaines, plus de 60 milliards de dollars investis dans le capital de banques occidentales, ces fonds figurent aujourd'hui parmi les acteurs les plus importants de la finance mondiale.

## Les interventions des fonds souverains

Le 27 novembre 2007, la banque américaine Citigroup, première banque commerciale du monde, a été sauvée par Adia, le fonds d'Abu Dhabi, qui a acquis 4,9% de son capital, pour la somme de 7,5 milliards de dollars. Quelques jours plus tard, le fonds de Singapour, Governmental of Singapore Investment Corporation (GIC) venait à la rescousse de

**Les fonds souverains adoptent aujourd'hui une stratégie beaucoup plus offensive, tournée essentiellement vers les prises de participation.**

la banque suisse UBS, en y injectant 12 milliards de dollars. Les deux premières banques d'affaires américaines Morgan Stanley et Merrill Lynch ont, quant à elles, bénéficié du secours de fonds chinois, China Investment Corp (CIC), et singapourien, Temasek, qui y sont respectivement intervenus, à hauteur 5 milliards et 6,2 milliards de dollars. Enfin, le 19 décembre dernier, le CIC a acquis, pour 10 milliards de dollars, 9,9 % du capital de la banque d'affaires américaine Morgan Stanley.

Les capitaux des fonds souverains proviennent de la rente pétrolière des pays du Golfe, de la Norvège, de la Russie... ainsi que des excédents commerciaux de pays asiatiques tels que Singapour, la Chine, la Malaisie, ou encore la Corée du Sud. Les pays détenteurs de ces fonds, qui auparavant consacraient une partie de leurs réserves de change à l'achat de bons du trésor américains, sont désormais à la recherche de placements beaucoup plus rentables. C'est ce qui explique pourquoi les fonds souverains adoptent aujourd'hui une stratégie beaucoup plus offensive, tournée essentiellement vers les prises de participation. L'acquisition, en septembre 2007, de 48 % de la Bourse de Londres par le fonds de Dubaï (à hauteur de 28 %) et du Qatar (à hauteur de 20%) en est la meilleure illustration.

## Des fonds qui inquiètent les pays occidentaux

L'ampleur que prennent actuelle-





ment les fonds souverains n'est pas sans inquiéter les pays occidentaux. Ceux-ci manifestent la crainte que ces prises de participation ne soient pas toujours dictées par des objectifs de rentabilité pure, mais par des considérations politiques. Les fonds souverains pourraient, en effet, être tentés d'investir dans des secteurs stratégiques, tels que l'énergie, la défense, la haute technologie, ou encore les infrastructures, ce qui serait perçu comme une menace pour les Etats destinataires.

En 2006, les États-Unis ont empêché l'opérateur portuaire Dubaï Ports World de racheter les terminaux de transport de six ports américains (dont celui de New York et de la Nouvelle-Orléans) qualifiés de «stratégiques». L'année précédente, ils avaient également interdit le rachat de la compagnie pétrolière américaine Unocal, par l'entreprise publique chinoise China National Offshore Oil Corporation (CNOOC). Seul le fonds souverain norvégien, le Government Pension Fund Global (GPF), qui pourtant détient des participations dans plus de 7000 entreprises, n'a jamais suscité la moindre crainte, car géré

«en toute transparence» par un Etat démocratique, européen et non musulman.

### Le Code de bonne conduite

Le meilleur moyen pour les pays du Nord de se prémunir contre les «conduites hégémoniques» de pays comme la Chine ou certains producteurs de pétrole est de restreindre

les prises de participation des fonds souverains dans leurs entreprises. On parle d'ores et déjà de définir des «listes de sociétés interdites». L'Australie est le premier pays à avoir osé le black listing, par l'adoption de règles visant à protéger ses entreprises des prises de participation des fonds souverains. L'Allemagne envisage également de prendre des mesures pour limiter les rachats



## Seul le GPF, un fonds norvégien qui a des participations dans plus de 7000 entreprises ne fait pas peur

### Un fonds pour les victimes des subprimes

En juillet dernier, les Etats-Unis ont mis en place, un plan de sauvetage du marché immobilier. Ce plan prévoit, entre autres mesures, la création d'un fonds pour le refinancement des emprunts immobiliers, au profit des personnes victimes de la crise des subprimes. Le fonds en question, doté d'un montant de 300 milliards de dollars, sera géré par l'Administration fédérale du logement et devrait bénéficier à près de 400 000 propriétaires, dans l'incapacité de rembourser leurs dettes. Quelques semaines après l'adoption de ce plan, le Congrès votait (le 3 octobre) un plan de 700 milliards de dollars destiné à venir en aide aux banques en difficulté du fait la crise des subprimes, et au rachat, sur le marché financier américain, des titres représentatifs de créances hypothécaires.

## Jusqu'où iront les fonds souverains ?

potentiels de groupes nationaux, par des fonds souverains étrangers. La France et la Grande-Bretagne pourraient, à leur tour, prendre des mesures similaires.

C'est dans ce même esprit que le FMI a énoncé, le 21 mars dernier, les principes d'un code de bonne conduite concernant la gestion et la transparence des fonds souverains. Ces principes ont fait l'objet d'une «déclaration des pratiques optimales», publiée en octobre 2008, à l'issue de l'assemblée annuelle du Conseil des gouverneurs de l'institution. Cette déclaration insiste sur la nécessité de «dévoiler l'ensemble des informations relatives à l'origine et à l'emploi des fonds souverains», ainsi que sur «le respect des législations en vigueur dans les pays où ces fonds investissent». A ce titre, il est prévu de mettre en place un groupe de travail permanent réunissant les représentants des pays détenteurs de fonds souverains et ceux de l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économique), afin «de collecter et de diffuser des données agrégées sur les activités» des fonds en question.

Les craintes suscitées autour des fonds souverains sont pourtant, dans l'état actuel des choses, loin d'être justifiées : aucun d'entre eux ne siège actuellement au conseil d'administration d'une des entreprises dans lesquelles il détient des participations. De plus, ils ont subi, en l'espace de quelques mois, des pertes considérables. Ainsi, par exemple, depuis l'entrée du fonds GIC dans son capital, l'action d'UBS a perdu près de 60% de sa valeur. Il en est de même du titre de Citigroup qui a baissé de plus de 50%, depuis l'entrée du fonds ADIA dans son capital. Il apparaît



donc que l'énorme tapage orchestré autour des dangers potentiels des fonds souverains n'est qu'une tempête dans un verre d'eau ! Quant à l'avenir des fonds souverains, il ne s'annonce pas des plus roses... ■

### Les différents fonds souverains

Un fonds souverain (sovereign wealth fund) est un fonds d'investissement étatique. Le premier de ce genre a été créé par le Koweït, en 1953, suivi par la plupart des pays pétroliers du Golfe, Singapour, la Norvège, la Malaisie, la Corée du Sud, la Russie, la Chine, etc. La planète en compte aujourd'hui près de 40 qui pèsent plus 3000 milliards de dollars, pour un marché international de capitaux estimé à 50 000 milliards de dollars. Le plus important est le Abu Dhabi Investment Authority (ADIA), des Emirats Arabes Unis, qui représente 875 milliards de dollars. Le Government Pension Fund Global (GPF) de Norvège représente, quant à lui, 330 milliards de dollars. Les fonds souverains de Singapour, Governmental of Singapore Investment Corporation (GIC) et Temasek, comptent respectivement 330 milliards et 100 milliards de dollars. Quant au fonds chinois, China Investment Corporation (CIC), il est évalué à 200 milliards de dollars. En 1990, le montant global des fonds souverains était estimé à 500 milliards de dollars. En 2015, il devrait atteindre les 12 000 milliards de dollars, selon les dernières estimations.

#### Le fonds GPFG intéressé par le Maroc ?

Le gouvernement norvégien a récemment annoncé que la part de son fonds d'investissement dans les économies des pays émergents sera portée de 5 à 10% du capital total. Dix-huit nouveaux pays, dont le Maroc, devraient bénéficier des futurs investissements du GPF. Bien que les secteurs concernés n'aient pas été officiellement définis, la priorité semble, pour le Maroc, avoir été donnée au secteur agricole.

# Quid de la convertibilité du dirham ?

Sonia BENJAMAA,  
Docteur en  
économie internationale

Alors que le processus de passage à la si convoitée convertibilité totale du dirham, entamé il y a presque vingt ans, semble enfin arriver à son terme, les dernières étapes s'annoncent plus périlleuses : comment finaliser sans risque cette mutation inéluctable, dans un contexte économique et financier international ravagé par une crise sans précédent ?

**E**n 2007, le Maroc, fort de tous les progrès accomplis au cours des dernières années, tant en terme de stabilité du cadre macroéconomique qu'en matière d'approfondissement et de supervision du secteur financier, a adopté de nouvelles mesures d'ouverture du compte de capital, entrées en vigueur le 1er août dernier. Ces mesures, qui ont permis une levée significative des restrictions qui s'appliquaient aux résidents en matière de mouvements de capitaux, constituent une nouvelle étape importante dans le processus vers une convertibilité totale du dirham.

En 2008, l'économie mondiale a subi de plein fouet la crise financière internationale. Cette crise, qui a commencé par l'effondrement du marché hypothécaire à risque «subprimes» aux Etats-Unis, s'est propagée à la plupart des pays industrialisés dès l'été 2007 et a remis en cause les fondements mêmes du système financier international.



Le siège de BAM à Rabat

Remettra-t-elle également en question le processus de libéralisation financière entamé par le Maroc, dès le début des années 90 ? En d'autres termes, le processus de passage à une convertibilité totale du dirham risque-t-il d'être ralenti, voire compromis par la détérioration de la conjoncture financière internationale ?

## Le passage à une convertibilité totale du dirham, un processus graduel

Au Maroc, le processus de libéralisation des changes s'est accéléré à partir du début de la décennie 90, et a ainsi permis, durant la période 1990-2006, l'adoption de la convertibilité du dirham au titre des transactions courantes, la mise en place d'un marché des changes, l'ouverture quasi-totale du compte de capital pour les non-résidents, la suppression des restrictions aux emprunts commerciaux des entreprises, et la libéralisation de l'acquisition d'actifs à l'étranger par les banques commerciales résidentes. Les mesures adoptées en matière d'ouverture du compte de capital avant 2007 ont surtout concerné les non-résidents qui ont bénéficié d'une convertibilité pratiquement totale dès 1992. Ces mesures s'inscrivaient en fait dans le cadre de la politique d'attractivité des investissements étrangers mise en œuvre par le Maroc, dès le



## Quid de la convertibilité du dirham ?

début des années 90.

En août 2007, de nouvelles mesures d'ouverture du compte de capital sont entrées en vigueur (voir encadré 2) en faveur des résidents, opérateurs économiques (exportateurs, importateurs, investisseurs et institutionnels), alors que les résidents particuliers, restent encore soumis à des restrictions importantes. La suppression de tous les contrôles encore en place sur les mouvements de capitaux se traduirait par l'ouverture totale du compte de capital et permettrait le passage à une convertibilité totale du dirham (voir encadré 1). Le démantèlement des restrictions encore

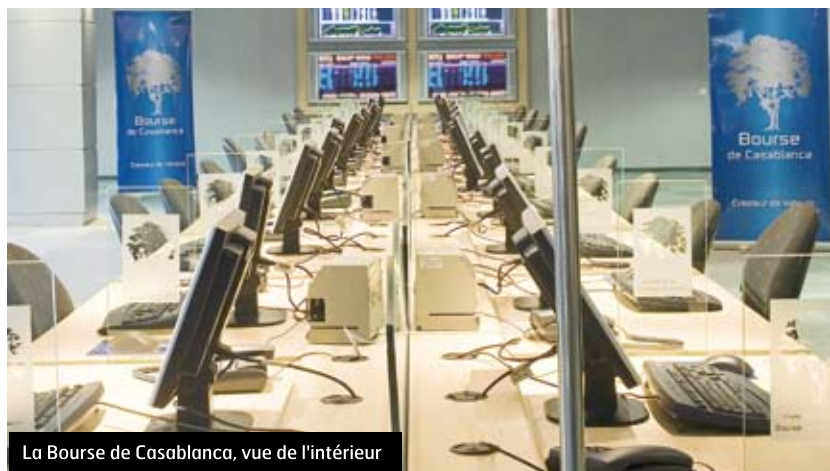
en vigueur devrait s'effectuer par étapes et ce, conformément à l'approche graduelle et prudente adoptée jusqu'à présent par le Maroc en matière de libéralisation des changes, les autorités ayant toujours voulu éviter qu'un éventuel retour en arrière ne nuise à la crédibilité de leur politique économique.

Le passage à la convertibilité totale du dirham est donc un processus graduel conditionné par les progrès en termes de préalables. Il faut savoir en effet que le succès du passage à une convertibilité totale est tributaire de la mise en place d'un certain nombre de conditions préalables identifiées par la littérature économique, et qui consistent en un cadre macroéconomique stable et cohérent, un secteur

financier solide et un système de réglementation prudentielle adéquat. L'expérience internationale, et en particulier la crise du Sud-est asiatique, a démontré qu'en cas d'ouverture totale du compte de capital, ces pré-requis doivent être tous réunis si l'on veut éviter les risques d'instabilité financière.

Avant de passer à une convertibili-

♦ **La première raison, et la plus importante, est que notre secteur financier reste protégé par la réglementation des changes en vigueur.** Les dernières mesures d'ouverture du compte de capital ont assoupli les conditions de placement en devises des banques à l'étranger, mais toujours dans le respect des règles prudentielles. Les banques sont en effet tenues de respecter en permanence un rapport maximum de 20% entre leur position de change globale et leurs fonds propres nets, et peuvent effectuer des opérations de placement en devises à l'étranger pour leur propre compte, mais également



La Bourse de Casablanca, vue de l'intérieur

lité totale du dirham, la question essentielle est donc de voir si ces conditions préalables sont réunies dans le cas du Maroc. A cette question, vient s'ajouter aujourd'hui une problématique cruciale : dans quelle mesure la mise en place de ces préalables serait-elle affectée par la propagation de la crise financière internationale ?

### Quelles répercussions de la crise financière sur la libéralisation totale du compte de capital ?

La crise financière qui a fortement secoué la plupart des systèmes financiers au cours des dernières semaines **n'a pratiquement eu aucun impact sur le secteur financier marocain pour trois raisons majeures:**

pour le compte des compagnies d'assurance, des organismes de retraite et des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM). La nature des placements à effectuer à l'étranger, ainsi que les modalités et conditions y afférentes sont fixées par les organes de supervision : Bank Al-Maghrib, le Conseil déontologique des valeurs mobilières (CDVM) et la Direction des assurances et de la prévoyance sociale. La qualité du portefeuille des banques en valeurs étrangères est donc scrupuleusement suivie et contrôlée, ce qui explique que les institutionnels ne sont pas autorisés à acquérir les titres émis à l'étranger par les fonds communs de placement en titrisation, ceux-ci n'étant pas considérés comme suffisamment sûrs. Par conséquent, les

institutions financières marocaines ne détiennent pas, à l'heure actuelle, de produits dérivés des créances hypothécaires «subprimes».

♦ **La deuxième raison est que la crise financière internationale n'a pas eu d'effet sur l'endettement extérieur de notre pays.** La dette extérieure publique, qui s'est élevée à 129,5 MMDH à fin juin 2008, est dans sa quasi-totalité une dette à moyen et long terme avec des taux d'intérêt fixes. Cette dette est constituée en grande partie par des emprunts vis-à-vis des institutions financières internationales (50,7%) et des créanciers bilatéraux (37,1%), alors que la part des banques

internationales est de 12,2% seulement à fin juin 2008 contre 18,4% en 2003, ce qui explique la faible dépendance du Maroc à l'égard des marchés financiers internationaux, comparativement à d'autres pays émergents. Par ailleurs, un retrait massif des investisseurs étrangers de la Bourse de Casablanca n'est pas à craindre dans la mesure où la part du flottant détenue par les non-résidents est de 1,8% seulement en 2007, la participation étrangère étant essentiellement à caractère stratégique (93% des 149 MM.DH d'investissements étrangers).

♦ **La troisième raison est que les fondamentaux sont solides et les**

**banques marocaines saines et bien capitalisées.** La situation financière des établissements bancaires s'est considérablement améliorée ces dernières années, grâce au renforcement de la supervision bancaire et à l'assainissement du secteur financier public. Le portefeuille des créances en souffrance de l'ensemble du secteur bancaire a été ramené de 19% en 2004 à moins de 7% aujourd'hui.

Le cadre macroéconomique est stable et cohérent. Les positions budgétaire et extérieure se sont considérablement renforcées et l'inflation reste maîtrisée. L'accélération de la croissance non agricole ►►

## Qu'est ce qu'une monnaie convertible ?

**O**n dit que la monnaie d'un pays est pleinement convertible lorsque les résidents et les non-résidents sont autorisés à la convertir, au taux de change en vigueur, en montants de monnaie étrangère qui peuvent être ensuite utilisés librement pour les besoins des transactions internationales.

Une monnaie peut être partiellement convertible, et il existe plusieurs formes de convertibilité partielle ou limitée, notamment la convertibilité au titre des transactions courantes, la convertibilité aux fins des mouvements de capitaux, la convertibilité interne et la convertibilité externe.

La convertibilité au titre des transactions courantes s'entend du droit de convertir des encaisses monétaires en devises pour effectuer des paiements afférents à des transactions en biens et services.

La convertibilité aux fins des mouvements de capitaux s'entend du droit qu'ont les détenteurs d'une monnaie de convertir leurs encaisses en devises pour régler des transactions en capital.

La convertibilité externe s'entend généralement du droit conféré aux détenteurs étrangers d'une monnaie (non-résidents) de convertir leurs encaisses en devises.

La convertibilité interne s'entend en général du droit

conféré aux détenteurs intérieurs (résidents) d'une monnaie de convertir leurs encaisses en devises.

On peut dire qu'un pays qui a instauré ces quatre formes de convertibilité a une monnaie pleinement convertible, car cela signifie que les résidents et les non-résidents du pays peuvent convertir librement la monnaie nationale, au taux de change en vigueur, en montants de monnaie étrangère, aussi bien pour des besoins de transactions de biens et services que de transactions en capital.

Au Maroc, le passage éventuel à la convertibilité totale du dirham nécessiterait une ouverture totale du compte de capital, puisque la convertibilité au titre des transactions courantes a déjà été instaurée depuis 1993 avec l'adhésion à l'article VIII des statuts du Fonds. Les opérations en capital ont pratiquement toutes été libéralisées pour les non-résidents et le dirham bénéficie actuellement d'une convertibilité externe, mais la convertibilité aux fins des mouvements de capitaux ne pourra être réalisée que lorsque la convertibilité interne sera instaurée, c'est-à-dire lorsque toutes les restrictions encore existantes, notamment les restrictions sur les sorties pour les résidents seront abolies. Le démantèlement de ces restrictions encore en vigueur permettrait ainsi à la monnaie nationale d'être pleinement convertible.

## Quid de la convertibilité du dirham ?

à près de 6% du PIB en moyenne a permis d'atténuer la dépendance de l'économie vis-à-vis des aléas climatiques.

Les progrès considérables accomplis par le royaume en matière de préalables de l'ouverture du compte de capital tant au niveau du cadre macroéconomique que du secteur financier n'ont donc, jusqu'à présent, pas été affectés par la tourmente financière internationale. Toutefois, des vulnérabilités importantes persistent et pourraient être amplifiées à moyen terme par la détérioration de l'environnement international.

Le problème majeur est celui de la fragilité de la position extérieure en cas de sorties massives de capitaux, dans un contexte d'ouverture totale du compte de capital. La position extérieure s'est renforcée mais reste fragile essentiellement pour deux raisons :

- Les postes de la balance des paiements qui ont permis la consolidation de la position extérieure ces dernières années - transferts MRE, recettes de tourisme, investissements

étrangers- sont volatiles, car fortement dépendants de la conjoncture internationale et de facteurs externes, tels que la croissance économique dans le pays d'origine. La contraction de l'activité économique dans la zone euro, avec une croissance projetée de 1,6% en 2008 et une quasi-stagnation en 2009, devrait ainsi ralentir la demande étrangère adressée au secteur touristique marocain et se traduire par une baisse des transferts des Marocains résidant à l'étranger (MRE), compte

tenu de la montée du chômage des travailleurs immigrés dans les pays européens. A fin août, les recettes touristiques et les transferts des MRE ont marqué, pour la première fois depuis 2002, une quasi-stagnation ne permettant de couvrir que 75% du déficit commercial. Par ailleurs, les investissements étrangers au Maroc accusent déjà un recul en 2008, principalement en raison de la contraction des crédits dans les pays industrialisés. A fin août, les chiffres publiés par l'Office des changes font ressortir une baisse de 14,5% ou 3,7 MMDH des investissements et prêts privés étrangers qui se sont établis à 22 MMDH contre 25,8 MMDH à fin août 2007.

- Le déficit commercial ne cesse de se creuser et a généré un compte courant négatif pour la première fois en 2007 (léger déficit de 0,1% du PIB), marquant ainsi une rupture avec les performances des six dernières années. A fin août 2008, le déficit commercial s'est aggravé de 24,1% soit 20,3 MMDH, suite

### Le secteur bancaire court un risque de liquidité, surtout en cas de libéralisation prématurée du compte de capital.

à une forte accélération du rythme des importations, et devrait générer un déficit du compte courant autour de 1,2% du PIB en 2008. Si le Maroc s'installe dans une situation de compte courant négatif, le resserrement de la liquidité bancaire observé depuis le début de l'année 2007 pourrait devenir structurel, et à ce moment-là, même les sorties de capitaux prévues dans le cadre de l'ouverture partielle du compte de capital deviendraient difficiles à gérer.

Par ailleurs, la bonne santé affichée par le secteur financier marocain ne doit pas nous faire occulter le fait que ce secteur n'a encore jamais été véritablement exposé aux risques externes et n'est donc pas vraiment préparé à gérer ces risques. Les institutions bancaires doivent donc se doter dès maintenant d'instruments financiers appropriés pour être à même de gérer les risques associés à la libéralisation financière internationale, et accroître ainsi la résilience du système financier face aux chocs extérieurs. Dans ce contexte, les autorités monétaires envisagent le passage à un régime de change plus flexible, car le régime de change fixe actuel offre une garantie implicite, qui pourrait amener les opérateurs à sous-estimer le risque de change dans une situation de compte de capital ouvert.

Le secteur bancaire pourrait également être confronté au risque de liquidité, surtout en cas de libéralisation prématurée du compte de capital. La structure des portefeuilles des crédits bancaires révèle en effet un processus d'allongement graduel des maturités,

alors que l'essentiel des ressources qui financent ces crédits sont des engagements à court terme. La grande dépendance des banques commerciales vis-à-vis de dépôts à vue non rémunérés, qui représentent 36% de leurs engagements à court terme, les rend extrêmement vulnérables à un retrait massif de ces dépôts qui pourrait se produire en cas de libéralisation des sorties de capitaux pour les résidents, et créer un grave problème de liquidité.

## Le processus vers une convertibilité totale du dirham sera-t-il ralenti, voire compromis ?

Les autorités marocaines sont pleinement conscientes du fait qu'une ouverture totale du compte de capital nous aurait rendus beaucoup plus vulnérables aux turbulences financières internationales. Les événements récents appellent donc à encore plus de prudence et de vigilance dans la poursuite du démantèlement des restrictions encore en vigueur sur le compte de capital. Le processus vers une convertibilité totale du dirham pourrait ainsi être momentanément

ralenti, compte tenu du contexte international défavorable : dans la mesure où la position extérieure risque d'être fragilisée à moyen terme par le ralentissement de la demande externe adressée au Maroc, les décideurs auraient pour souci majeur d'éviter que des sorties importantes de capitaux consécutives à une ouverture prématurée du compte de capital n'affectent davantage les comptes extérieurs du royaume et la liquidité de son système bancaire.

Toutefois, il est certain que le processus vers une convertibilité totale ne sera en aucun cas compromis, car

les décideurs, dont l'objectif final est d'atteindre à terme la libéralisation complète du compte de capital, sont aujourd'hui pleinement conscients des enjeux. La volonté politique de faire du Maroc une véritable plateforme d'investissement, la crainte d'être dépassé dans la course à la convertibilité totale par des pays émergents de niveau similaire, et l'impérieuse nécessité d'intégration financière tant au niveau mondial que régional, sont autant de facteurs qui font du passage à une convertibilité totale du dirham une opportunité incontournable ... ■

## Les nouvelles mesures d'ouverture du compte capital

Ces mesures portent sur :

◆ **Le relèvement de la part des recettes d'exportation pouvant être conservées dans les comptes en devises ou en dirhams convertibles de 20% à 50%**, cette part pouvant être dorénavant affectée au règlement de l'ensemble des dépenses des exportateurs (importation, transport, investissement) et non plus seulement aux dépenses de prospection) ;

◆ **La libéralisation des crédits acheteurs en faveur des clients des exportateurs marocains**, le crédit accordé pouvant atteindre 85% de la valeur du bien ou des services fournis, et le délai de remboursement pouvant s'étaler jusqu'à huit ans dans le cas de biens d'équipement ;

◆ **L'assouplissement des conditions de règlement par anticipation des importations**, les opérateurs ayant désormais la possibilité de régler par anticipation jusqu'à 40% de la valeur des biens et 20% de la valeur des importations de services

◆ **L'élargissement des instruments de couverture contre les risques de change**, dans le sens notamment de l'augmentation de la durée pour la couverture du risque de change portée désormais à 5 ans. La mesure élargit également le champ des transactions avec l'étranger pouvant bénéficier d'une couverture pour inclure les services et les transferts ;

◆ **L'assouplissement des conditions de placement des banques à l'étranger en portant notamment la durée de leurs placements à 5 ans**, et en assouplissant les conditions de placement pour permettre une plus large palette de placements, dans le respect des règles prudentielles ;

◆ **La suppression de l'autorisation préalable pour le placement par les compagnies d'assurance de 5% de leur actif à l'étranger**. Cette mesure concerne les compagnies saines sur le plan financier, couvrant leurs engagements et respectant les règles prudentielles ;

◆ **La libéralisation des placements à l'étranger pour les organismes de retraite à hauteur de 5% de leurs réserves ;**

◆ **La libéralisation des placements à l'étranger pour les OPCVM à hauteur de 10% de leur portefeuille**. Les OPCVM peuvent investir dans des titres de créance et dans des actions cotées sur un marché réglementé, ainsi que dans des OPCVM et des instruments financiers selon les conditions fixées par voie réglementaire ;

◆ **La libéralisation des investissements directs à l'étranger à hauteur de 30 MDH par an** pour les entreprises disposant de comptes certifiés et ayant trois années d'existence au moins.

# Pourquoi l'économie réelle souffrira au Maroc

par Ismaïl Hariki,  
gestionnaire

Nul doute que la crise financière ne se propagera pas au Maroc de façon directe. Mais il est clair que ses effets auront sur l'économie réelle un impact dont l'ampleur est difficile à évaluer. Ceci étant dit, l'intensité des conséquences attendues dépend beaucoup de la capacité des grandes économies de la planète à surmonter la récession qui s'installe.

**P**rotégé par le contrôle des changes qui entrave les flux de capitaux entre l'économie marocaine et les marchés financiers internationaux, le système bancaire marocain s'est trouvé à l'abri de la diffusion de la titrisation des risques financiers liés à l'endettement de l'économie américaine. Il en est de même pour la Bourse, peu connectée aux grandes places de valeurs internationales. Aucune société étrangère n'y est cotée, une seule valeur marocaine fait l'objet d'une double cotation (Maroc Telecom) et les investisseurs étrangers ne peuvent se prévaloir que d'une présence marginale sur la place de Casablanca.

La crise financière internationale ne se propagera donc pas au Maroc par la voie financière, mais bel et bien par les effets de la récession économique qu'elle a engendrée chez nos principaux partenaires économiques. Car en sapant la confiance interbancaire, cette crise grippe les

## Les taux de chômage prévus dans la zone euro vont avoir un impact sur le niveau d'emploi des immigrés et donc, sur leurs transferts d'épargne vers le Maroc

mécanismes de financement de l'économie mondiale et cet assèchement produit une sérieuse récession de l'activité économique internationale.

Du coup, la structure et l'état de dégradation des comptes extérieurs de l'économie marocaine la rendent particulièrement dépendante du bon vouloir de l'étranger. La question donc n'est pas de savoir si la crise internationale va sévir et frapper l'économie marocaine, mais plutôt

de prévoir l'intensité et la durée de ses effets sur les activités du pays.

### Quatre secteurs menacés

Au demeurant, cette récession annoncée va, sans nul doute, avoir un fort impact sur quatre grands secteurs de l'économie marocaine.

#### • Les cours du phosphate rechutent

Ses effets les plus immédiats concerneront les exportations de biens et services. En effet, la contraction attendue de la demande des principaux partenaires du commerce extérieur marocain se fait déjà sentir. De surcroît, cette récession nourrit des anticipations déflationnistes chez certains opérateurs internationaux, en lien avec les matières premières, anticipations qui induisent une détérioration de l'activité de différents secteurs économiques. Aussi a-t-on déjà pu noter un fléchissement des cours des phosphates (il redescend de 400 à quelque 200 dollars). La fameuse montée en flèche des cours



en 2008 n'est donc plus d'actualité.

• *Le pouvoir d'achat des touristes sera affecté*

Le secteur touristique doit s'attendre, à son tour, à une baisse des flux de visiteurs vers le Maroc. En effet, en Europe, les principaux pays émetteurs ont été touchés de plein fouet par les suites financières de la crise des subprimes. La dégradation du pouvoir d'achat, ainsi que la baisse de l'activité se répercuteront de façon négative sur le rythme de développement soutenu qu'a connu ce secteur ces dernières années.

cours des actions occasionnée par la crise financière a grandement fragilisé la structure comptable des grandes sociétés cotées sur les grandes places boursières. De la même façon, elle a sérieusement dégradé les fonds propres du secteur bancaire international, entravant ses capacités de financement. Cette conjonction



gradation des échanges avec le reste du monde devrait néanmoins bénéficier du repli des cours des matières premières, notamment ceux de l'énergie, qui pâtissent de la baisse de l'activité internationale.

• *Une croissance qui flanche*

Le fait que plusieurs secteurs soient touchés a un effet d'entraînement sur l'ensemble du tissu économique. Il est donc possible d'affirmer que, l'agriculture mise à part, le taux de croissance de l'économie marocaine connaîtra un fléchissement certain. Or, ce repli du niveau d'activité s'accompagnera d'une sensible détérioration des équilibres financiers, internes et externes, d'une plus grande pression sur les finances publiques et d'une tension accrue sur le marché de l'emploi.

## Les conséquences de la crise financière sur le Maroc seront indirectes, mais bel et bien certaines.

• *Les transferts de MRE seront touchés*

Les flux de capitaux vers l'économie marocaine risquent aussi de pâtir de cette situation, notamment les transferts des MRE, géographiquement concentrés dans des pays d'Europe occidentale fortement touchés par ce retournement de conjoncture. Aussi peut-on déjà remarquer les mesures incitatives prises par l'Espagne pour inciter les ressortissants étrangers en situation précaire à retourner dans leur pays d'origine. De surcroît, les progressions attendues des taux de chômage dans la zone euro vont naturellement avoir un impact sur le niveau d'emploi des populations immigrées et donc, sur les transferts d'épargne vers leurs économies nationales.

• *Les IDE seront en berne*

Dans le même ordre d'idée, il est à prévoir une diminution des investissements directs étrangers (IDE) vers l'économie marocaine. La chute des

de facteurs sur fond de conjoncture déprimée ne poussera pas au développement, ni même au maintien, des flux d'IDE que le Maroc a accueillis ces dernières années.

### Trois effets économiques

Toutes ces dynamiques, au degré de probabilité plus ou moins élevé, risquent de se traduire par trois types de conséquences économiques.

• *Des comptes extérieurs en chute libre*

Tout d'abord, cette contraction de la demande externe va avoir inévitablement un impact négatif sur l'état des comptes extérieurs, creusant un peu plus les déficits de la balance des biens et des services, entraînant de facto une baisse de la richesse nationale. Cet affaïssement de la demande extérieure viendra alourdir un déficit de la balance commerciale déjà plus que conséquent : 80 milliards de dirhams au bout de seulement sept mois d'activité. Cette dé-

• *Des sociétés cotées surexposées*

Enfin, cette baisse de l'activité économique va induire une dégradation de la santé financière des opérateurs économiques les plus exposés à la demande externe. Pour ceux qui sont cotés en Bourse, cela ne manquera pas d'avoir une incidence sur leur capitalisation boursière et plus généralement, à terme, sur la Bourse de Casablanca.

En conclusion, les conséquences de la crise financière sur le Maroc seront indirectes, mais bel et bien certaines. Les échéances annoncées de 12 à 18 mois pour un redémarrage de l'activité économique internationale laissent présager une morosité de la nôtre sur l'ensemble de cette période. Morosité, qui pourrait s'avérer bien plus sérieuse, si les responsables politiques, financiers et économiques internationaux n'arrivaient pas à rétablir la confiance, condition sine qua non du financement du développement de l'économie mondiale. ■

# Le capitalisme n'en mourra pas, mais...

**L**aisser ou même empêcher la montagne russe des cycles économiques est une vieille utopie des économistes et des responsables politiques. L'équation de base de la vie économique reflète cependant la tension qui existe toujours entre la satisfaction de besoins illimités et l'exploitation de ressources qui, elles, demeurent limitées. De deux choses l'une. Soit on cherche à contrôler et à réguler la croissance de manière à la rendre compatible avec les capacités de production et d'utilisation des ressources (matières premières, énergie, aliments, eau, air pur...), soit on décide d'accélérer la croissance, grâce au crédit et à l'investissement, en espérant que l'«intendance suivra». Dans le premier cas, on aura une croissance faible, incapable d'améliorer, dans des délais politiquement convenables, l'existence de la grande masse des pauvres et des exclus. Dans le deuxième, on assurera une vie plus prospère à une grande masse de gens, mais on finira par aller dans le mur de la dette et du manque de ressources de base, et il faudra gérer les conséquences politiques de la récession.

La crise actuelle est du deuxième type. Dans le tourbillon des faillites et chutes boursières, on oublie que ce sont justement les formidables pyramides de dettes du système financier international qui ont soutenu l'extraordinaire croissance de la Chine, de l'Inde, du Brésil et d'autres pays émergents ou pauvres. L'explosion du crédit au cours des deux dernières décennies a alimenté la vague des investissements productifs dans le monde et la hausse considérable de



la consommation, et pas seulement dans les pays industrialisés. Près d'un milliard de nouveaux producteurs et consommateurs dans le monde en développement ont rejoint le marché mondial, tandis que les Etats-Unis et l'Europe devenaient les «consommateurs en dernière instance» d'une machine productive globale qui s'emballait. La hausse accélérée des prix des ressources de base et l'extension de la dette (aux Etats-Unis, celle-ci est passée de 20% du PIB en 1980 à 120% en 2008) ont fini par avoir raison du cycle haussier. Le cercle vertueux a sombré dans ses vices cachés. Le krach a commencé par le manque de liquidités, les craintes d'insolvabilité du système financier et l'effondrement du prix des matières premières et du pétrole. Plus personne ne parle de «découplage» entre pays riches et émergents face à la crise. La question, aujourd'hui, est de savoir si l'on aura une véritable dépression ou si l'on parviendra à s'en tirer avec une simple récession, si possible pas trop longue.

La réponse dépendra du rétablis-

sement de la confiance. L'assèchement de tous les crédits interbancaires dans le monde démontre, encore une fois, qu'il ne peut y avoir ni investissement, ni consommation sans une garantie «en dernier recours» de viabilité du système qui permette les échanges des créances et des dettes. Cette garantie, seuls les pouvoirs politiques peuvent la donner. Mais la grande différence avec le passé est que les échanges financiers et les chaînes productrices de valeur se sont globalisés. En dépit de l'importance de la crise, les Etats-Unis se trouvent toujours au cœur de l'économie globale (comme l'atteste la hausse du dollar, en pleine crise de liquidités, et la fuite vers les papiers du Trésor américain). Washington cependant, n'a plus les moyens de régler, seul, un problème qui est devenu «systémique». Face à un risque global, les agents économiques exigeaient des garanties politiques globales. Les aides milliardaires au système financier, concédées de manière coordonnée par des gouvernements réticents, marquent la première grande victoire du marché globalisé sur les autorités politiques et monétaires nationales. Reste à savoir si une nouvelle gouvernance économique globale va effectivement émerger de la crise et si une plus grande intervention politique dans la marche des économies ne se traduira pas par un excès de régulation qui condamnerait la planète à une longue période de faible croissance. Cela reviendrait à dire à plus de la moitié de l'humanité qui vit dans la pauvreté qu'elle peut continuer de rêver à des temps meilleurs ... mais seulement pour ses arrière-petits-enfants. ■