

ÉTUDE PRELIMINAIRE
DES CONSEQUENCES DE
LA CONFERENCE
DE PARIS II

Beyrouth, le 29 décembre 2002

Charbel Nahas

RESUME DES PRINCIPALES CONCLUSIONS

1. Il s'agit d'une étude à chaud, concentrée sur les aspects financiers.
2. La configuration des risques n'est pas fondamentalement affectée mais l'année 2003 a de fortes chances d'être passée sans crise ouverte.
3. Les besoins du Trésor sont assurés sur une année mais les économies budgétaires seront bien moindres que prévu.
4. La gestion des risques au niveau du taux de change et de la liquidité des banques occupe la place centrale, elle a de fortes chances de se diriger vers un équilibre.
5. Cet équilibre peut être menacé non seulement par un retournement de la confiance des marchés mais aussi par son emballement.
6. Les chances d'aboutissement des projets de privatisation ou d'affermage des recettes publiques se trouveront compromises en 2003 par l'évolution des taux d'intérêt.
7. Les effets sur l'activité économique devraient être légèrement négatifs en termes d'activité, de prix et de revenus.

Objet et avertissement

En date du 25 novembre 2002 la conférence de « Paris II » s'est tenue le dans la capitale française à l'invitation du Président Chirac.

Les résultats de cette conférence ont été annoncés dans une conférence de presse conjointe tenue à sa sortie par le Président de la République français et par le Premier Ministre libanais. Divers articles de presse ont couvert l'événement et rapporté certaines informations complémentaires. Nous ne disposons pas encore d'un communiqué officiel qui en reproduise les conclusions et à plus forte raison les débats.

À ce jour (29 décembre), aucune opération financière de celles mentionnées dans le cadre de la conférence n'a encore eu lieu bien que les préparatifs soient en cours entre les autorités libanaises et les pays concernés.

En revanche, sur le plan interne, les actions se sont développées à un rythme accéléré. Elles avaient d'ailleurs commencé avant la tenue de la conférence puisque le projet de budget de 2003 qui avait été approuvé en Conseil des Ministres en septembre incorporait déjà les effets de la Conférence de Paris II, notamment au niveau de la réduction du poste du service de la dette. En particulier, la Banque Centrale (BdL) a pris un ensemble de dispositions dès le lendemain de la conférence et une effervescence a été constatée au niveau des marchés financiers à Beyrouth.

Face à cette situation, il est certainement prématuré de tirer des conclusions quant aux effets de « Paris II » sur la situation financière, et à plus forte raison, sur la situation économique dans le pays.

Il convient donc de souligner qu'il ne s'agit ici que d'une analyse des possibilités et non de projections ou d'anticipations ; son utilité sera sans doute de permettre un meilleur suivi des développements qui se produiront durant les prochains mois. Le flou des informations sur les résultats effectifs de la conférence, le manque de visibilité quant aux orientations de la politique financière du gouvernement face à ces résultats et le caractère fragmenté, étroit et opaque du marché financier libanais rendent à la fois prématuré de procéder à des projections et nécessaire de suivre avec attention les indices qui ne manqueront pas d'apparaître progressivement.

La conférence de Paris II et les actions qui lui ont fait suite sur la scène locale portent essentiellement sur les registres financiers, finances publiques et secteur bancaire, mais n'affectent le registre économique que de façon limitée, indirecte, plus lointaine et encore incertaine.

C'est donc sous cet angle que la présente note cherchera à apprécier l'impact de Paris II.

- Pour cela, nous passerons d'abord en revue les évolutions factuelles avant la conférence et à son lendemain.
- Nous reviendrons ensuite à l'examen des prévisions pour l'année 2003 avant la tenue de la conférence.
- Nous examinerons les différentes options offertes pour réaliser des économies dans le service de la dette suite aux résultats de la conférence.
- Nous nous arrêterons plus attentivement aux développements récents au niveau du secteur bancaire et notamment à la circulaire N°26 et à ses effets.
- Nous tenterons d'anticiper les résultats probables de l'exercice 2003 pour le trésor et pour la banque centrale en relevant les paramètres les plus susceptibles de les faire diverger de leur point d'équilibre probable.

- Nous passerons en conclusion aux résultats économiques généraux induits par ces développements et aux implications sur la possibilité et les conditions d'octroi de licences pour le téléphone mobile.

Jusqu'au 27 mai 2002

Les indicateurs fondamentaux ont continué sur leur tendance négative antérieure. Deux remarques méritent cependant d'être tirées : la TVA, introduite à partir du 1^{er} février a produit l'effet qui en était escompté et ses recettes ont réduit le déficit des finances publiques ; le ralentissement de l'activité domestique et la tendance déflationniste (partiellement masquée par l'effet mécanique de la TVA sur les prix) se sont traduits par une baisse sensible des importations et une croissance des exportations (probablement gonflée par une meilleure déclaration par les exportateurs pour profiter des ristournes de TVA), d'où un rétrécissement du déficit commercial.

Les indicateurs conjoncturels ont par contre connu une évolution contrastée. Durant la première moitié de l'année, ils se sont aggravés à un rythme accéléré : la BdL s'est trouvée seule à financer l'intégralité du déficit public, le marché des changes a ainsi connu une tension persistante, drainant les avoirs extérieurs de la Banque Centrale (essentiellement constitués des dépôts obligatoires en devises imposés aux banques à la fin de l'année 2001) alors que la balance des paiements enregistrait des déficits considérables. Dans ce climat, les tensions entre la BdL et les banques commerciales se sont exacerbées, notamment à l'occasion du renouvellement, début août, des Bons du Trésor en devises émis, trois ans plus tôt, pour payer les arriérés aux entrepreneurs et aux hôpitaux.

L'avant Paris II

Durant le second semestre, les indicateurs conjoncturels se sont améliorés sensiblement. En particulier, la balance des paiements a enregistré des excédents qui ont non seulement comblé le déficit accumulé durant le premier trimestre mais ont aussi permis de réaliser un excédent global significatif sur l'année, le marché des changes a connu une détente significative et s'est inversé à partir du milieu de l'été, les mois d'automne ont permis à la BdL d'acheter un montant significatif de devises.

À la veille de la conférence, les documents qui circulaient entre les responsables au Ministère des Finances et à la Banque Centrale cherchaient à évaluer l'impact maximum possible des résultats escomptés de Paris II et des privatisations sur la baisse du service de la dette, ne serait-ce que pour retrouver les hypothèses sur la base desquelles avait été établie la proposition de budget pour 2003, telle qu'approuvée en conseil des Ministres en septembre. Le tableau suivant reproduit le contenu d'un document daté du 11 novembre et préparé par le Ministère des Finances

	LL billions	USD millions
Measures to decrease debt service for 2003, 11-10-02		
A Privatization receipts	339	226
Telecom: USD 2 billion in Q1 2003	261	174
EDL USD 1 billion in Q3 2003	78	52
B Securitization	210	140
USD 750 millions in Q4 2002 of Régie	139	93
USD1 billion in Q2 of mobile phone	71	47
C Lowering interest rates on LBP debt	49	33
2 % cut across all LBP debt instruments effective 01/01/2003	47	31
additionnal 1% cut across all LBP debt instruments effective 01/06/2003	2	1
D Debt replacement (USD/LBP debt swaps @ 9,5% on USD eurobonds	70	47
USD 500 millions in Q1 2003	35	23
USD 500 millions in Q2 2003	35	23

USD 500 millions in Q3 2003	0	0
USD 500 millions in Q4 2003	0	0
E Make EDL pay its principal and interest dues	217	145
F Paris II concessional financing @ 6% (USD 5 billion) annual coupon	607	405
GA Paris II: (USD 3 billion) coincides with telecom privatization date	446	297
GB Paris II: (USD 2 billion) coincides with EDL privatization date	161	107
Total savings	1492	995
Total savings (with 7% on BdL portfolio)	1891	1261
Total savings (with cancellation of BdL portfolio)	2266	1511

Le point de départ était les économies réalisées mécaniquement du fait de la bonification des intérêts sur les prêts espérés à l'issue de Paris II. Parmi les idées retenues apparaissait un « haircut » systématique de 2% (puis de 3% à partir de fin juin 2003) sur les BT en Livres libanaises et un « swap » de l'équivalent de 2 milliards USD de BT en eurobonds à 9,5%, en quatre tranches.

Sur des économies de près d'un milliard de dollars, les effets des recettes de la privatisation comptaient pour 37%, ceux des prêts bonifiés provenant de Paris II comptaient pour 41% (dont 30% pour les premiers 3 milliards), la prise en charge par EdL¹ de ses charges financières (sans préciser comment !) pour 15% et les opérations sur le stock des instruments de dette pour 8%. Par ailleurs et en guise d'options supplémentaires, la baisse de la rémunération du portefeuille détenu par la BdL pouvait rapporter 27% de plus, son annulation pure et simple rapportant 52%.

Parallèlement les discussions tournaient autour de l'impact de la conférence de Paris II sur la dédollarisation des dépôts, l'objectif qui semblait retenu était de passer d'une part des dépôts en devises de 72% à une part de 62% ; ce qui aurait signifié la conversion de 4 milliards de dollars de dépôts en Livres.

La conférence de Paris II

La conférence de Paris II s'est tenue au Palais de l'Élysée le 25 novembre 2002.

Le gouvernement libanais y a présenté une note de 19 pages suivie de deux annexes reprenant les mesures déjà adoptées et celles projetées. Le gouvernement avait fait rédiger par la note par un employé retraité de la Banque Mondiale, Laurence Hopenbrauer.

Son texte exprime les difficultés financières du gouvernement sur un ton explicite et fait un appel pressant aux donateurs, évoquant dans son dernier paragraphe le résultat des discussions avec l'équipe du FMI venue préparer le rapport suivant l'article IV :

« Le FMI a passé en revue le programme du gouvernement à l'occasion des récentes consultations de l'Article IV. Il a indiqué que la stratégie d'ajustement fiscal et de privatisation du gouvernement pourrait conduire à un scénario viable seulement si une assistance externe de la taille et du type demandés à la Conférence de Paris II se réalisaient... Il a aussi noté qu'il n'existait pas de scénario viable alternatif au programme du gouvernement avec assistance externe ».²

Les idées de base du document sont les suivantes :

- La privatisation rapporterait 8,9 milliards USD en 5 ans dont 5,0 milliards en 2003
- Paris II assurerait 5 milliards USD de crédits bonifiés sur 15 ans dont 5 ans de grâce

¹ Électricité du Liban

² Note du gouvernement libanais à la Conférence de Paris II, §59, page 19

- La croissance du PIB serait de 2% par an en termes réels et de 5,6% en termes nominaux
- Le taux d'intérêt moyen sur la dette publique baisserait de 12% en 2002 à 8% en 2003 puis à 6,5%.

Dans ces conditions, le ratio dette sur PIB décroîtrait de 173% à la fin de 2002 à 92% à la fin de 2007, passant sous la barre des 100%, implicitement considérée comme dangereuse.

La conférence s'est terminée sur une déclaration de presse dans la quelle les montants promis par chacune des parties présentes ont été annoncés, les modalités de mise en place des divers financements sont explicites pour certains et moins clairs, voire encore ambigus pour d'autres. Le tableau suivant présente les données disponibles à ce jour.

Partie	Financement public	Financement de projets	Montant total	
Arabie Saoudite	700		700	dépôts bancaires à la BdL avec garantie publique ³
Émirats Arabes Unis	300		300	Eurobonds
Koweït	300		300	Eurobonds
Bahreïn	200		200	Eurobonds
Qatar	200		200	Eurobonds
Oman	50		50	Eurobonds
FADES		500	500	Prêts
Fonds Koweïtien		150	150	Prêts
FMA		100	100	confirmation de crédits documentaires interarabes
Parties arabes	1750	750	2500	
France	500		500	Eurobonds de banques françaises avec garantie de l'État ?
Malaisie	300		300	Serait-ce le bouclage du financement annoncé en mai ?
Italie	200		200	Possibilité de rééchelonnement de garanties SACE ?
Canada ⁴	200		200	Modalités et montant imprécis
Belgique ⁵	70		70	Modalités et montant imprécis
Union Européenne	20	80	100	Prêts
BEI		350	350	Prêts
Banque Mondiale		200	200	Prêts
Parties non arabes	1290	630	1920	
Total général	3040	1380	4420	

Plusieurs parties présentes et notamment les États-Unis, l'Allemagne, le Japon, le Royaume-Uni et l'Espagne se sont abstenues de tout engagement. Le Canada et l'Italie ont fait référence au cours de la conférence à l'accord du FMI. Ainsi tous les membres du G7, à l'exception de la France, ont-ils conditionné d'une façon ou d'une autre tout financement à l'adhésion du Liban à un programme formel du FMI⁶.

La conférence a aussi demandé au FMI d'assurer le suivi de la situation au Liban, lui demandant de présenter un rapport semestriel sur son évolution.

En résumé et par delà les débats sur le montant et les modalités de mise en place de certains financements, le Liban aurait obtenu entre 45% et 60% des financements demandés car les prêts liés au financement de projets, bien que libérant en théorie des montants équivalents de

³ Ces dépôts ne bénéficient pas des protections légales qu'offre le régime international des eurobonds.

⁴ Un montant de 100 millions de dollars a aussi été mentionné ; le Canada a par ailleurs fait état du règlement préalable d'un contentieux en cours

⁵ La Belgique a évoqué le règlement dans le cadre du « Club de Paris » d'arriérés de 35 millions de dollars et de 35 millions de nouveaux prêts suivant des formules à définir

⁶ Les États-Unis ont adressé une lettre officielle au gouvernement libanais, signée conjointement par le Secrétaire d'État et le Ministre des Finances, réitérant cette même condition et insistant sur « une privatisation rapide et transparente » peu après la fin de la conférence.

recettes publiques, n'auront pas d'effet pratique à moyen terme puisque les montants non tirés sur des prêts déjà accordés par les mêmes instances sont déjà considérables.

Le vice-directeur du FMI, Eduardo Aninat, présent à la conférence y a fait une déclaration et y a remis une déclaration (Statement) de l'équipe qui avait travaillé au Liban pour la préparation du rapport sur l'article IV. L'un et l'autre saluent les efforts du gouvernement et l'infléchissement observé depuis la fin du second trimestre au niveau de la balance des paiements et du marché des changes mais émettent des doutes sur les estimations du gouvernement (notamment quant au produit des privatisations et aux tendances des taux d'intérêt) et sur les chances de succès de sa politique. M Aninat déclare :

« La stratégie du gouvernement fait cependant face à plusieurs défis critiques :

- Elle dépend de façon critique du niveau de financement. Si le financement est moindre, ou retardé ou plus cher que prévu, la dette publique pourrait n'être stabilisée que de façon provisoire.
- Deuxièmement, elle dépend de la capacité du gouvernement à générer et à maintenir un excédent primaire sur le moyen terme –qui s'élève à plus du double de celui prévu pour 2003. Cet ajustement est ambitieux.
- Troisièmement, elle suppose une réduction substantielle des taux d'intérêt, qui prend du temps à se matérialiser⁷.
- Quatrièmement, elle dépend de manière critique d'une performance améliorée de croissance...
- Finalement, la stratégie continue à maintenir la dette publique à des niveaux élevés pour plusieurs années, l'exposant à de nombreuses vulnérabilités ».

Il mentionne que « le FMI a soigneusement préparé en étroite collaboration avec les autorités un scénario quinquennal illustratif de **leur** stratégie. Dans ce scénario, la combinaison de l'ajustement budgétaire et des ressources des donateurs et des privatisations fait baisser le ratio de la dette publique et le fait aboutir à près de 140%⁸ du PIB en 2007... »

Les considérations politiques ont donc clairement primé à la conférence. Le porte parole de l'Élysée ne s'en est pas cachée quand elle a déclaré que l'objectif était d'empêcher « l'instabilité au Liban » et le ministre saoudien des affaires étrangères l'a clairement exprimé en disant que : « l'assistance financière (au Liban) était nécessaire et restait moins coûteuse que toute issue alternative ».

L'après Paris II

Les deux piliers de la proposition du gouvernement étaient les prêts bonifiés et la privatisation, la conférence a abouti sur le premier point à 60% des résultats escomptés, il était naturel de se pencher sur le second et de chercher des palliatifs au « déficit » des résultats de Paris II.

Dès le lendemain de la conférence de Paris II, la longue querelle autour du téléphone cellulaire a connu une évolution accélérée et le MTD⁹ a été signé entre les opérateurs et le Ministère des Télécommunications. Il s'ensuivait un paiement aux deux opérateurs de 180 millions de dollars par le gouvernement au titre de la valeur nette des actifs. Mais la voie était

⁷ Hypothèse rapidement démentie par les faits.

⁸ Et non pas à 92% comme dans la note officielle libanaise

⁹ Master Transfer Deed

ouverte devant l'appel d'offres qui ne pouvait cependant aboutir avant le troisième trimestre de 2003. La privatisation de l'EdL et du téléphone fixe semblaient plus lointaines encore.

Mais ce sont les développements entre la BdL et les banques libanaises qui ont été les plus remarquables. Cela n'était que naturel dès lors que les autres sources d'économies, les financements de Paris II et les recettes de la privatisation, s'avéraient inférieures aux espérances ou retardées.

Les prévisions originelles pour 2003

L'État libanais faisait face pour 2003, avant toute mise en place d'un financement particulier du déficit de l'exercice 2003, à des paiements en devises de l'ordre de 2,5 milliards USD (dont 950 millions d'échéances d'eurobonds, 1.020 millions d'intérêts sur eurobonds, 100 millions de remboursements de prêts, 64 millions d'intérêts sur prêts et 100 millions d'achat de biens et de services extérieurs auxquels sont venus s'ajouter 250 millions d'indemnités suite à la rupture prématurée des contrats de BOT du téléphone cellulaire). Le renouvellement de la part des eurobonds détenue par les banques libanaises estimée à 600 millions USD n'était pas exclue mais il restait près de deux milliards de dollars à assurer. Leur paiement aurait épuisé les disponibilités de la Banque Centrale dont les avoirs totaux en devises dépassaient de peu, en juin, 3 milliards USD et dont les réserves nettes étaient négatives et atteignaient -3 milliards USD.

Le tableau ci-dessous reprend les besoins en devises sur 2003 (établis courant septembre) des différents organismes publics (l'État, EdL, la BdL), il présente donc le besoin de devises de la BdL avant recettes en devises de l'État et avant opérations sur le marché local des changes ou produit de Paris II et des privatisations. Il distingue les versements suivant leur destination, marché local ou externe :

		Total	Part locale	Local	Extérieur	
État	Eurobonds	Principal	950	60%	570	380
		Intérêts	1.021	60%	613	408
	Prêts	Principal	105	0%	0	105
		Intérêts	64	0%	0	64
	Achats		100	0%	0	100
	Versements cellulaire		250	40%	100	150
		2.490		1.283	1.208	
EdL	Prêts	Principal	95	0%	0	95
		Intérêts	50	0%	0	50
	Achats		300	0%	0	300
		445		0	445	
BdL	Différentiel entre dépôts et placements		453	85%	385	68
Total		3.388		1.667	1.721	

Or, dans la réalité, l'État dispose de certaines recettes en devises, notamment celles provenant des opérations du téléphone cellulaire, on peut les estimer à 500 millions USD. On peut aussi supposer que, sous certaines conditions de liquidité, les eurobonds détenus par les banques libanaises et qui viennent à échéance en 2003 (leur valeur étant de près de 570 millions USD) pourraient être renouvelés. On aboutirait alors à des besoins en devises de la Banque Centrale compris entre 2,318 et 2,888 milliards USD.

Force est donc de constater que le premier résultat de la conférence de Paris II est d'avoir assuré à l'État la liquidité en devises nécessaire pour que la Banque Centrale puisse honorer ses engagements durant l'année 2003 et éviter une situation formelle de défaut.

Mais les réserves de la Banque Centrale se retrouveraient au bout de l'exercice dans la même situation qu'actuellement, c'est à dire avec des réserves négatives de -3 milliards USD¹⁰. On comprend mieux dès lors le souci pressant de la BdL de reconstituer ses réserves.

Les comptes du Trésor

Si l'on revient aux comptes du Trésor, on peut examiner leur situation à la veille de Paris II par différence entre les chiffres de la proposition de budget et les évaluations du service de la dette déjà évoqués, ce qui suppose que les recettes publiques et les autres postes des dépenses publiques sont retenus tels que figurant dans la proposition de budget (hypothèse acceptable, du moins en première lecture) et que les opérations du CDR seront intégralement financés par tirage sur des prêts existants ou à venir.

Le Trésor faisait face, avant tout effet de Paris II et de la privatisation, et en excluant le recours aux prêts pour financer les projets du CDR, à un déficit de 4.849 milliards de LBP (soit au taux de change actuel, l'équivalent de 3,216 milliards USD).

Poste	Millions LBP	Milliards USD
Service de la dette en LBP	3.661	2,429
Service dette en devises	1.628	1,080 ¹¹
Service total de la dette prévisible avant Paris II	5.289	3,508
Service de la dette annoncé au budget	3.440	2,282
Économies visées	1.849	1,226
Déficit visé	2.300	1,526
Déficit du budget avant Paris II	4.149	2,752
Déficit des opérations hors budget	700	464
Déficit total prévisible avant Paris II	4.849	3,216
Dépenses CDR hors budget	500	332
Total déficit prévisible de l'exercice	5.349	3,548

En éclatant les comptes prévisionnels entre devises et Livres libanaises, on obtiendrait les résultats suivants :

	En devises (millions USD)	En LBP (millions USD)	Total (millions USD)
Recettes publiques	500	3.829	4.329 ¹²
Dépenses publiques	1.517	6.360	7.877
Déficit public	1.017	2.531	3.548
Financement externe du CDR	332	0	332
Besoin de financement restant	685	2.531	3.216
Besoin de trésorerie hors exercice	2.203	0	2.203
Besoins totaux sans effet de création monétaire (et hors CDR et coût sur le tirage des prêts)	2.888	2.531	5.419

Ainsi, avant tout effet secondaire et avant toute correction financière ou réaction du marché, un financement en devises (hors financement des projets du CDR, estimés à 332 millions USD) de 3.216 millions USD augmenté des intérêts durant l'exercice sur ce financement (soit

¹⁰ Le FMI estime les réserves nettes de la BdL à -2,1 milliards sans compter le milliard de dollars de dépôts arabes constitués depuis 1997.

¹¹ Ce montant est supérieur à celui annoncé plus haut du fait d'une nouvelle émission de 500 millions USD d'eurobonds en septembre, entièrement souscrite par la BdL.

¹² Ce montant est sans doute optimiste car il s'inscrit en hausse de 11,5% par rapport à 2002 et ne prévoit aucune baisse des rentrées suite à la privatisation d'institutions publiques ou à la titrisation de recettes

à raison d'un taux de 6%, un total de 3.312 millions USD) couvrirait entièrement les besoins de l'exercice et injecterait dans les avoirs en devises de la BdL 2.531 millions USD contre création par la BdL d'une masse équivalente de Livres libanaises. Ce surplus de devises permettrait par suite à la BdL de faire face aux versements à échoir durant l'année en dehors de l'exercice budgétaire et lui laisserait même un petit résidu de 328 millions USD.

La dette publique passerait alors de 31,9 milliards USD à la fin de 2002 à 34,5 milliards USD à la fin de 2003 (suite au remboursement des échéances dues en principal sur les prêts et les eurobonds).

La question des économies dans le service de la dette

La conférence de Paris II est ainsi venue assurer le financement d'une grande partie du déficit du Trésor. Pour que la couverture du déficit soit totale, il fallait pouvoir réduire le service de la dette de la différence entre le produit de Paris II (que l'on peut prendre égal à 2,9 milliards USD pour se conformer au chiffre retenu par la mission du FMI dans son rapport daté du 6 décembre) et le déficit anticipé (3.312 millions USD) soit de 412 millions USD.

Mais par quels moyens ?

Le moyen spontané est simple : dans l'hypothèse d'une baisse des taux d'intérêt, il consiste à attendre l'échéance de chaque catégorie de titres de dette et d'en remplacer le montant par un montant équivalent à un taux plus bas. Le problème est que cet effet spontané est très lent à se traduire dans les faits et que son impact sur l'année 2003 est minime à cause de l'étalement des maturités de la dette.

Les eurobonds et les prêts ont par nature des maturités longues. Les Bons du Trésor ont vu leur maturité allongée du fait de la concentration des souscriptions sur les bons à 2 ans et de l'accumulation des opérations de swaps réalisées par la BdL avec les banques commerciales, ce qui a eu pour effet de diminuer artificiellement le montant du service de la dette car les eurobonds étaient swapés avec les intérêts courus et ces derniers se trouvaient payés en capital, sans besoin formel de débiter le compte du service de la dette au budget.

La dette publique en Livres libanaises se subdivisait, à fin novembre, comme suit :

	Milliards LBP	Millions USD	Part
Banques	16.000	10.614	59%
BdL	4.500	2.985	17%
CNSS ¹³ et IGD ¹⁴	2.800	1.857	10%
Investisseurs privés	3.600	2.388	13%
Total	26.900	17.844	100%

En prenant pour exemple le portefeuille détenu par les banques commerciales (les postes de la BdL et des institutions publiques, CNSS et IGD, faisant l'objet d'un traitement spécifique), on peut estimer l'effet d'une baisse des taux à partir de décembre 2002 et son maintien par la suite au même niveau bas sur son service durant chacune des années à venir car on connaît son échéancier avec une précision acceptable.

Les résultats (en milliards LBP) sont présentés dans le tableau ci-dessous :

Année	14.14%		12%		10%		8%	
	intérêts	solde fin	intérêts	solde fin	Intérêts	solde fin	intérêts	solde fin
2002		18.354		18.354		18.354		18.354
2003	2.237	20.750	2.182	20.374	2.132	20.025	2.082	19.680
2004	2.563	24.052	2.313	23.122	2.084	22.275	1.858	21.450
2005	2.879	27.282	2.393	25.731	1.956	24.348	1.534	23.029

¹³ Caisse nationale de sécurité Sociale

¹⁴ Institut de Garantie des Dépôts

2006	3.300	32.442	2.689	29.945	2.156	27.764	1.660	25.720
2007	3.783	36.394	3.021	32.894	2.377	29.899	1.795	27.149
2008	4.337	42.511	3.394	37.709	2.621	33.674	1.942	30.037

On voit qu'une baisse des intérêts de leur niveau actuel de 14,14% à 10% ne réduirait le service de la dette existante que de 105 milliards LBP (soit 70 millions USD)

Pour accélérer le processus et permettre de réaliser des économies plus importantes pendant l'exercice 2003, trois voies étaient possibles, à part les actions avec les banques commerciales :

- La privatisation et la « titrisation »
- Les opérations internes entre le Trésor et la Banque Centrale.
- Les économies sur les paiements d'intérêt aux détenteurs institutionnels et privés des titres publics

Reprenons ces points un à un.

Premier moyen : la privatisation

La privatisation et la titrisation n'apportent en principe aucune économie au service de la dette dès lors que les montants qui peuvent en être obtenus ne sont que l'actualisation des recettes perdues par le Trésor. La différence, positive ou négative, ne peut résulter que de l'impact de l'écart entre le « coût moyen pondéré du capital » (le WACC) que les investisseurs appliqueraient pour actualiser les cash flows qu'ils achèteraient et le taux d'intérêt que le Trésor aurait supporté sur le décretement de dette résultant de la cession de ces cash flows. Les implications économiques ne sont pas négligeables mais leur effet ne se fera sentir qu'à plus long terme. Cela est particulièrement vrai des recettes du téléphone cellulaire et des taxes et impôts sur les importations de tabac dont l'affermage est pudiquement caché sous le terme de « privatisation de la Régie des Tabacs ». Or ces deux postes représentent le gros des opérations envisageables à court terme. Dans l'un et l'autre cas, les implications économiques sont quasi nulles car le téléphone cellulaire opérait déjà dans le cadre d'un BOT et la consommation de tabac n'est nullement affectée par l'affermage des droits de douane. On est en droit de penser que les WACCs seront probablement dans l'un et l'autre cas supérieurs aux taux actuellement supportés par le Trésor sur sa dette et le seront encore plus avec l'impact de Paris II sur ces taux à la baisse. La proposition de budget maintient d'ailleurs les revenus du Ministère des télécommunications et des douanes à leurs niveaux antérieurs. Les effets de privatisation et de la titrisation sont par contre primordiaux en terme de disponibilité de trésorerie pour la Banque Centrale et, pour les fonds qui proviendraient effectivement de l'étranger, sur le solde de la balance des paiements.

Deuxième moyen : les opérations entre le Trésor et la Banque Centrale

Les opérations entre le Trésor et la Banque Centrale sont complexes. Depuis 2000, la BdL s'est trouvée financer l'essentiel des besoins du Trésor, en infraction aux injonctions strictes du code de la Monnaie et du Crédit. À la fin de mai 2002, la BdL détenait sur le Trésor une dette de 9000 milliards LBP (soit 6 milliards USD), se décomposant en 7.500 milliards LBP de Bons du Trésor et plus d'un milliard USD d'eurobonds. À la fin d'octobre elle détenait 4.650 milliards LBP de Bons du Trésor et 1,242 milliards USD d'eurobonds. Ces titres portaient les mêmes taux d'intérêt nominaux que sur le marché. Ils assuraient donc à la Banque Centrale l'essentiel des recettes qui lui permettaient de subventionner les intérêts payés aux banques sur les Bons du Trésor.

On peut essayer d'estimer le compte de Pertes et Profits de la Banque Centrale :

	Montants au bilan	taux	Montants en PP
Recettes de la BdL			
Bons du Trésor (milliards LBP)	4.650	14,1%	656
Bons du Trésor (équivalent en millions USD)	3.100	14,1%	437
Eurobonds (millions USD)	1.242	10,5%	130
Placements extérieurs (en millions USD)	3.500	1,50%	53
Marge sur opérations de change et divers(en millions USD)			180
Total (en millions USD)			800
Charges de la BdL			
BT bancaires à 18,5% au lieu de 14,1% (milliards LBP)	-4 000	4,50%	-180
BT bancaires à 16,5% au lieu de 14,1%(milliards LBP)	-8 000	2,40%	-192
Total (milliards LBP)	-12 000		-372
Total (équivalent en millions USD)			-248
Rémunération dépôts arabes (en millions USD)	-1.000	5%	-50
Rémunération dépôts libanais (en millions USD)	-5.000	7%	-350
Frais généraux (en millions USD)			-40
Total (en millions USD)			-688
Résultat (en millions USD)			112

Les recettes d'intérêt de la BdL sur son portefeuille de titres publics ne sont qu'une illusion qui sert à couvrir la subvention d'intérêts qu'elle accorde aux banques. Les réduire dépend d'abord de la nécessité pour la Banque Centrale de poursuivre ces opérations de subvention ou de procéder à la stérilisation de l'excédent de la masse monétaire (notamment en Livres) qu'elle réalise à travers l'émission de certificats de dépôts. Or ce second type d'opérations a toutes les chances de se développer si la vague de confiance se poursuit alors que les besoins du Trésor sont couverts par les crédits provenant de Paris II. Le premier type risque par contre de redevenir nécessaire dès que la vague de confiance se sera apaisée. Ensuite, les réduire n'économise pas grand chose au Trésor car ces recettes, dès lors qu'elles iraient gonfler les bénéfices de la Banque Centrale, seraient automatiquement reversées, pour 80%, au Trésor.

Par ailleurs, le Code de la Monnaie et du Crédit impose explicitement au Trésor de rémunérer les titres de créances publics détenus par la Banque Centrale au taux du marché.

En dépit de toutes ces considérations, la tendance actuelle va dans le sens d'une série de dispositions que prendrait la Banque Centrale et qui aurait pour effet de réduire « nominalement » les intérêts que lui verse le Trésor sur son portefeuille de titres publics.

La BdL compte opérer un « write-off » de 2.700 milliards LBP de Bons du Trésor qu'elle a à son actif contre un montant équivalent qui apparaît à son passif sous l'intitulé « écarts de réévaluation de l'or et des devises » et qui, d'après le Code de la Monnaie et du Crédit représente la part qui reviendrait au Trésor (80%) de la plus-value qui serait réalisée lors de la cession des avoirs en or de la Banque Centrale entre le prix de cession et le prix d'achat. Cette disposition est évidemment discutable, d'autant plus qu'une loi, votée en 1986, interdit à la Banque Centrale de disposer du stock d'or sans l'agrément du Parlement. Comptablement, cette mesure réduirait le service de la dette de 382 milliards LBP, soit 254 millions USD.

Elle compte aussi réduire le taux sur le stock restant de BT (près de 1.800 milliards LBP) de 14% à 4% d'où une économie supplémentaire de 180 milliards LBP (soit 120 millions USD).

Par ces deux artifices : le write-off des écarts de réévaluation et la baisse de la rémunération des Bons du Trésor, la BdL réduirait le service de la dette de 562 milliards LBP (soit 374 millions USD).

Or ce montant représente une part essentielle de ses recettes. La subvention des taux d'intérêt aux banques lui coûte actuellement l'équivalent de 248 millions USD, même si l'on suppose que ce poste de dépenses ne se justifierait plus (du moins tant que les conditions du marché le

permettraient), le coût des subventions resterait inchangé en 2003 car elles ont pris dès l'origine la forme de décotes sur la valeur des BT et c'est cette décote qui est amortie sur deux ans. Les « économies » que la BdL pourrait assurer au Trésor ne sauraient atteindre 374 millions USD sans la mettre en situation de perte 264 millions USD (soit 36% du capital).

On devrait en revanche tenir compte d'un coût de stérilisation (fonction de l'évolution de la masse monétaire en Livres) qui devrait varier entre 0 et 132 millions USD¹⁵ ; en retenant 40 millions USD, le compte de Pertes et Profits de la BdL accuserait un déficit de 300 millions USD que le Trésor devrait combler (dans le budget de l'année suivante, il est vrai). On voit ainsi l'intérêt majeur de la BdL à freiner la croissance de la masse monétaire en Livres.

Nous retiendrons donc pour la suite de la note une économie maximale pour le Trésor de 360 millions USD et ce en passant outre à toutes les réserves de caractère légal et réglementaire et en entérinant une perte pour la BdL sur 2003 de l'ordre de 250 millions USD.

Troisième moyen : le portefeuille des institutionnels

Il n'en va pas de même pour les intérêts versés sur les Bons du Trésor détenus par deux autres institutions publiques dotées d'une totale indépendance : la Caisse Nationale de Sécurité Sociale (CNSS) et l'Institut de Garantie des Dépôts (IGD). L'une et l'autre sont tenues d'accumuler des réserves pour faire face à leurs obligations, les réserves de la CNSS approchent 3.000 milliards LBP et celles de l'IGD 750 milliards LBP. En particulier, les réserves de la CNSS sont notoirement insuffisantes pour couvrir l'encours des indemnités de fin de service de ses assurés¹⁶ et ses revenus d'intérêts assurent une part décisive de ses recettes, notamment après la baisse des cotisations décidée en 2001. L'État et les entreprises publiques lui doivent un montant d'arriérés de l'ordre de 1.100 milliards LBP. Malgré les décisions prises dans son Conseil d'Administration, la CNSS a été empêchée par la Banque Centrale de diversifier son portefeuille qui est placé en BT en Livres¹⁷, à l'exception de la liquidité qu'elle conserve auprès des banques pour ses opérations courantes. L'IGD, bien que garantissant des dépôts bancaires constitués à 72% en devises, est aussi contrainte à maintenir l'intégralité de ses avoirs en BT en Livres, l'État lui doit aussi des arriérés de l'ordre de 150 milliards LBP.

Malgré cet état de fait, la Banque Centrale n'a cessé de présenter la structure de la dette publique comme comportant deux parties : une partie dans le marché et une partie hors-marché, incluant dans cette dernière son propre portefeuille et ceux de la CNSS et de l'IGD. L'idée était de réaliser des économies dans le service de la dette en réduisant les intérêts servis sur les Bons du Trésor détenus par ces deux entités. Dans cet esprit, une proposition a été soumise le 20 décembre au Conseil d'Administration de la CNSS par le Ministère du Travail lui demandant d'accepter de rétrocéder l'intégralité de son portefeuille de BT (à 14,1% sur deux ans) pour souscrire à une émission de BT spéciaux à 8% sur trois ans. La proposition a été rejetée par les représentants du patronat et des travailleurs ; mais les représentants de l'État l'ayant approuvée en bloc, elle devra faire l'objet d'un second vote pour que son rejet soit définitif. L'économie attendue était de 180 milliards LBP (120 millions USD). L'IGD disposant de moins d'autonomie se pliera probablement aux demandes du Ministère des Finances qui en a la tutelle, ce qui assurera une économie de 45 milliards LBP (30 millions USD).

¹⁵ voir plus bas

¹⁶ La CNSS fonctionne suivant un régime de capitalisation

¹⁷ De par la loi en vigueur, tout déficit dans le compte des indemnités de fin de service d'un salarié doit être provisionné par l'employeur. Les pertes dues à la gestion du portefeuille de la CNSS sont donc automatiquement reportées sur les entreprises qui peuvent se trouver devoir provisionner plusieurs fois les indemnités de leurs employés.

L'action avec les banques commerciales : la circulaire N°26

Reste le volet des banques commerciales, car il est clair que les investisseurs privés ne seront pas affectés par les dispositions en discussion, la Banque Centrale devant même continuer à supporter le coût des subventions d'intérêt qu'elle leur a accordées, notamment après mai 2002.

Nous avons déjà montré que la baisse des taux d'intérêt n'aurait eu qu'un effet spontané très limité sur le service de la dette durant 2003. La première idée avancée par la BdL consistait à inviter les banques à opérer un « reverse swap¹⁸ » sur tout ou partie de leur portefeuille de Bons du Trésor et d'eurobonds. Mais une pareille opération aurait été considérée comme un cas de défaut sélectif par les agences de cotation. La BdL ne pouvait pas non plus imposer une réserve obligatoire supplémentaire vu qu'elle avait déjà épuisé le plafond fixé par le Code de la Monnaie et du Crédit (25% des dépôts à vue et 15% des dépôts à terme) lors de la circulaire de septembre 2001, élargissant les réserves obligatoires aux dépôts en devises. Une disposition équivalente quant à ses effets en termes d'économies mais bien plus simple d'application et introduisant beaucoup moins de distorsions dans la structure des actifs bancaires (car elle affecterait le compte des Pertes et Profits et laisserait les banques gérer leurs risques) aurait été d'imposer un impôt sur les intérêts perçus sur ce portefeuille ; mais elle n'a pas été retenue, probablement parce que la BdL voulait profiter de l'occasion pour précisément modifier à son avantage la structure des actifs bancaires et sans doute aussi avantager les banques qui l'ont accompagnée le plus docilement dans sa politique.

La réaction des banques à la proposition du « reverse swap » a été négative, notamment de la part de celles qui étaient les plus engagées sur les risques publics. Aussi sont-elles revenues avec une proposition alternative consistant à retenir comme base du « sacrifice », non plus le portefeuille de chaque banque, mais ses dépôts. La première idée touchait exclusivement les dépôts en Livres mais, là encore, des débats internes aux banques ont abouti à retenir tous les dépôts, Livres et devises car certaines banques, notamment les plus petites, mais pas seulement, avaient une part en Livres dans leur bilan nettement supérieure à la moyenne et se voyaient pénalisées. Il est probable que la BdL n'était pas mécontente du résultat pour des raisons que nous reprendrons plus bas.

Ainsi, après des tractations complexes entre les banques et la BdL, une circulaire de la Banque Centrale (N°26 intercalaire) est parue le 16 décembre, enjoignant aux banques libanaises de souscrire à un emprunt obligatoire non rémunéré du Trésor pour un montant représentant 10% de leurs dépôts tels qu'à la fin d'octobre 2002 et ce à partir du 15 janvier 2003, sur cinq versements correspondant chacun à 2% desdits dépôts, la durée de chaque tranche de souscription ainsi effectuée étant de deux ans.

Cette circulaire appelle plusieurs remarques préliminaires :

- Le périmètre de définition retenu pour les dépôts exclut les certificats de dépôts, les dépôts du secteur public ainsi que les dépôts constitués par les actionnaires et bloqués pour manque de provisions sur les créances non-performantes et les dépôts placés par les clients en contrepartie d'avances consenties. Ces dispositions ont été prises pour satisfaire aux exigences de certaines banques dans les bilans desquelles ces postes représentent des masses importantes en vue d'atténuer l'impact de la circulaire sur leurs résultats.
- Le fait d'avoir retenu comme base du calcul le montant des dépôts à une date fixe (et non pas un pourcentage périodique des dépôts, avec une révision mensuelle par exemple) a pour effet d'atténuer l'impact de la mesure si le bilan de la banque

¹⁸ Opération par laquelle le détenteur d'un titre de créance accepterait de l'échanger contre un autre moins rémunéré.

augmente rapidement et de l'aggraver dans le cas contraire. Il pénalise de ce fait la politique de toute banque qui chercherait à réduire son bilan et rend donc coûteux la réduction de son exposition aux risques libanais. Or certaines banques, en particulier étrangères ou à forte participation étrangère, adoptent cette attitude depuis quelques années.

- L'étalement des versements sur une période de six mois (en cinq paiements mensuels étalés entre le 15 janvier et le 15 mai 2003) à partir de la promulgation de la circulaire a des effets non négligeables : comparée à une application dès le début de l'année 2003, elle réduit mécaniquement d'un quart les économies réalisées par le Trésor en 2003 et elle réduit d'autant, en contrepartie, les charges pour les banques ; elle donne le temps aux banques de profiter de l'expansion de la masse monétaire prévisible suite au déboursement et à l'utilisation des prêts promis à Paris II et, en particulier, de l'afflux potentiel de Livres libanaises durant cette période suite aux conversions des clients sur le marché des changes.

Le dilemme des banques

Le point essentiel de la circulaire intercalaire N°26 est que les versements auxquels elle oblige les banques peuvent être faits indifféremment en liquide, en Livres libanaises ou en devises étrangères, en Bons du Trésor ou en eurobonds, sans relation avec la structure de leurs dépôts, entre Livres et devises, ou avec la structure de leurs actifs.

Du point de vue des banques le coût de chacune de ces formes de paiement et le manque à gagner qui résulte de son adoption est différent.

S'il est reconnu que les Livres libanaises sont dans leur quasi-intégralité placées de toute façon en Bons du Trésor et que l'excédent se trouve stérilisé, soit sous forme de Bons du Trésor qui seraient compensés par un gonflement du compte créditeur du Trésor, soit sous forme de certificats de dépôts rémunérés par la Banque Centrale, il en va tout autrement pour les devises. Leurs utilisations possibles (une fois remplie la réserve obligatoire de 15%) comprennent en effet trois catégories principales bien différenciées : 1) les crédits à l'économie, 2) les souscriptions aux eurobonds et les dépôts volontaires auprès de la BdL, 3) la trésorerie disponible auprès des correspondants. Ces différentes catégories d'actifs présentent des caractéristiques fortement contrastées que ce soit du point de vue de leur rentabilité actuelle et, par suite, du manque à gagner ou de la perte qu'occasionnerait leur utilisation pour satisfaire à la circulaire de la BdL, ou du point de vue de leur « qualité de risque » et de leur « liquidité », surtout si l'on prend en considération le fait que leur seront substitués des titres à deux ans en devises, sans intérêt, sur l'État.

Le tableau suivant présente une évaluation des niveaux de rentabilité, de risque et de liquidité de chacun des types de emplois actuels et des deux formes de souscription proposées :

	Liquidité	Risque	Rémunération
Bons du Trésor	50%	10%	15.5%
Certificats de dépôts à la BdL	90%	10%	8.0%
Crédits à l'économie	30%	60%	11.0%
Eurobonds	20%	80%	9.5%
Dépôts volontaires à la BdL	50%	90%	7.5%
Trésorerie externe	100%	0%	1.5%
Nouveaux titres LBP	50%	10%	0%
Nouveaux titres devises	20%	80%	0%

À titre illustratif et sur base d'une composition des dépôts à 30% en Livres libanaises et à 70% en devises, une banque qui souscrirait entièrement à travers des Bons du Trésor en Livres à la nouvelle circulaire remplirait pleinement les vœux du Trésor mais verrait la moitié de ses Livres non rémunérées (15% de 30% soit 4,5% plus 10%, soit 14,5% sur 30%). Vu

que les Livres ainsi placées rapportaient en Bons du Trésor autour de 16%, elle subirait un manque à gagner équivalent à 1,6% du total de ses dépôts, soit 1,5% de son bilan. ce qui équivaldrait pratiquement au double de son résultat car le ratio moyen du résultat sur actifs dans le secteur bancaire est de l'ordre de 0,75% et la ferait passer en perte.

En croisant les origines possibles des fonds avec les deux formes utilisations, on peut chercher à mesurer l'effet implicite de la circulaire sur les banques.

Une régression linéaire simple de la variation de rémunération en fonction des variations de liquidité et de risque aboutit à l'expression :

$$\Delta \text{rémunération} = -13,3\% * \Delta \text{liquidité} + 0,2\% * \Delta \text{risque} - 12,4\%$$

À risque égal et à liquidité égale, la banque perdrait 12,4% sur les fonds investis. Mais chaque fois qu'elle admet de perdre en liquidité de ses actifs, elle récupère sur son manque à gagner, une perte totale de la liquidité des fonds investis lui permet d'annuler totalement ses pertes, voire de grignoter un léger excédent. L'effet des variations de risque sur les variations de rentabilité est par contre négligeable.

	Variation de liquidité	Variation de risque	Variation de rémunération
Souscription aux nouveaux titres LBP			
À partir des Bons du Trésor	0.0%	0.0%	-15.5%
À partir des certificats de dépôts à la BdL	0.0%	-40.0%	-8.0%
Souscription aux nouveaux titres USD			
À partir des crédits à l'économie	20.0%	-10.0%	-11.0%
À partir des eurobonds	0.0%	0.0%	-9.5%
À partir des dépôts volontaires à la BdL	-10.0%	-30.0%	-7.5%
À partir de la trésorerie externe	80.0%	-80.0%	-1.5%
Coefficient de régression	-13.3%	0.2%	-12.4%

Les banques sont ainsi placées devant le choix de préserver leur trésorerie effective en devises (déjà saignée par les conversions des clients et par les effets de la circulaire de septembre 2001 qui avait imposé une réserve obligatoire de 15% sur les dépôts en devises) ou de subir une réduction significative de leurs marges.

On aboutit au paradoxe que tous les montants qui ne proviendraient pas de Bons du Trésor ou d'eurobonds existants viendraient inutilement augmenter la dette publique (il est vrai sans coût pour le budget de l'État).

Il découle aussi du mécanisme retenu que les adjudications de BT durant la période intercalaire pourront se faire à n'importe quel taux puisque ces bons finiront en toute probabilité par être rémunérés à zéro dès leur versement à la BdL, d'où, en pratique, une suspension pendant six mois du marché réel des Bons du Trésor et son remplacement par un marché fictif qui peut avoir pour effet de manipuler l'opinion. On a pu observer en particulier que le taux des BT à deux ans était tombé de 16,5% à 9,2% en trois semaines, atteignant un niveau inférieur à la rémunération des eurobonds en dollars sur une maturité à peine supérieure ; cette situation est manifestement anormale. De plus, les banques procèdent de façon sélective au rachat de BT sur le marché secondaire, suivant leur relation au client : les clients privilégiés peuvent ainsi réaliser un gain en capital de 15% sur trois semaines.

Le comportement des banques sera très certainement fonction de l'évolution de la masse monétaire en Livres sur les six mois à venir : si le courant de conversion se maintient ou s'amplifie, les disponibilités en devises des banques se trouveront réduites alors que leurs disponibilités en Livres se trouveront augmentées, elles souscriraient alors pour une large part en Livres libanaises ; si, par contre, le courant se tarissait, elles devraient, suivant la situation et les considérations de chacune d'elles, arbitrer entre souscrire en devises et diminuer leur

liquidité sans encourir de pertes significatives ou souscrire en eurobonds, si elles en détiennent et sinon en BT en Livres libanaises.

Nous retrouvons encore une fois l'effet déterminant du comportement du marché des changes.

Il est à noter que les actions de privatisation et de titrisation, si elles avaient lieu sur les six mois à venir, et si elles aboutissaient à drainer une part significative de financements externes auraient le même effet qu'une vague de conversions en Livres car elles libèreraient, à leur échéance un montant de Bons du Trésor qui irait accroître la liquidité libre des banques en Livres libanaises.

Que ce soit donc suite à une privatisation réussie ou au développement des tendances à la conversion des dépôts en devises en dépôts en Livres, la circulaire 26 servirait à stériliser ces Livres excédentaires, elle ne réduirait donc pas les montants d'intérêt prévus sur la dette existante et ne rapporterait pas de réserves supplémentaires en devises à la Banque Centrale, les conversions ou les recettes des privatisations en provenance de l'extérieur ayant déjà augmenté les réserves. Dans le cas contraire, sans privatisation et sans vague de conversion, la circulaire N°26 amènerait une part significative de réserves en devises à la Banque Centrale mais n'aurait, là encore, qu'un effet réduit sur les économies dans le service de la dette.

Il ressort donc que cette circulaire privilégie, dans tous les cas de figure, les considérations relatives aux réserves de la Banque Centrale par rapport à celles relatives à la réduction du déficit public.

Si l'on retient l'hypothèse que les privatisations n'auront pas lieu avant mai 2003, on peut raisonnablement supposer que les 4 milliards de dollars proviendraient, suivant le niveau de « confiance » du marché des changes, comme suit :

<i>(millions USD)</i>	Composition des souscriptions en fin de la			Variation de la rémunération		
	période d'application de la circulaire			des actifs bancaires sur base annuelle		
Niveau de « confiance »	faible	moyenne	forte	faible	moyenne	forte
Bons du Trésor	900	400	200	-140	-62	-31
Certificats dépôts à la BdL	500	2000	2500	-40	-160	-200
Crédits à l'économie	0	0	0	0	0	0
Eurobonds	300	300	500	-29	-29	-48
Dépôts volontaires à la BdL	100	100	100	-8	-8	-8
Trésorerie externe	2200	1200	700	-33	-18	-11
Total	4000	4000	4000	-249	-276	-297
Variation réserves BdL	2200	1200	700			
Économies au budget 2003				-126	-68	-59

Un milliard de plus de réserves à la BdL ne coûterait que près de 60 millions de dollars d'économies de moins pour le budget alors que 500 millions de moins de réserves à la BdL n'économiseraient pratiquement rien pour le Trésor.

La baisse des rémunérations sur les actifs des banques provient essentiellement de la stérilisation sans intérêt de la masse des Livres libanaises injectées sur le marché. Elle absorbera le surprofit qui aurait été réalisé du fait de la baisse des taux créditeurs (sur les dépôts en Livres dont la maturité moyenne n'excède pas deux mois) plus rapidement que celle des taux sur le portefeuille des Bons du Trésor (dont la maturité moyenne approche 18 mois). Toutes choses restant égales (et notamment les taux créditeurs et débiteurs en devises, une baisse des taux sur les dépôts en Livres libanaises de l'ordre de 1,75% par rapport au taux moyen appliqué au cours de 2002 devrait diminuer les charges d'intérêt des banques d'un montant proche de la diminution de la rémunération de leurs actifs suite à l'application de la circulaire N°26.

Nous avons tout lieu de croire que l'évolution la plus probable ne devrait pas s'écarter sensiblement des hypothèses du tableau ci-dessus.

Équilibre probable à la fin de 2003 pour le Trésor et pour la BdL

En reprenant les différents postes d'économies au niveau du service de la dette, nous aboutirions au résultat maximal probable suivant :

	Milliards LBP	Soit millions USD
Effet spontané de la baisse des taux sur les BT existants	105	70
Économies maximales réalisables par la BdL suite à l'arrêt des subventions d'intérêt mais hors stérilisation	540	360
Économies sur le portefeuille de l'IGD	45	30
Économies suite à la circulaire 26	102	68
Total	791	528

Les financements issus de Paris II devraient en contrepartie coûter 160 millions USD en intérêts durant 2003, à raison d'un taux de 6%.

Cette économie, une fois reportée dans les comptes de l'exercice de 2003, réduirait le besoin de financement à 2,689 milliards USD plus 160 millions d'intérêts sur son tirage dans le courant de 2003 (soit pratiquement le montant assuré par les promesses de Paris II¹⁹).

	En devises (millions USD)	En LBP (millions USD)	Total (millions USD)
Besoin de financement restant	846	2,004	2,850
Besoin de trésorerie hors exercice	2,203	0	2,203
Besoins totaux (hors CDR)	3,049	2,004	5,053

Une fois ses besoins en devises satisfaits, le Trésor injecterait dans les avoirs en devises de la BdL 2.004 millions USD contre création par la BdL d'une masse équivalente de Livres libanaises (3.005 milliards LBP). Ce surplus de devises permettrait par suite à la BdL de faire face aux versements à échoir durant l'année en dehors de l'exercice budgétaire et lui laisserait à combler un déficit de 200 millions USD.

La dette publique passerait alors de 31,9 milliards USD à la fin de 2002, dont 39% en devises, à 34,0²⁰ milliards USD à la fin de 2003, dont 46% en devises (suite aux prêts de Paris II, aux économies et au remboursement des échéances dues en principal sur les prêts et les eurobonds). Elle serait passée, sans les économies, à 34,5 milliards USD, dont 47% en devises.

La BdL verrait ses avoirs en devises augmenter d'un milliard USD suite aux effets de la circulaire N°26 et au comblement du déficit mentionné plus haut.

La masse monétaire en Livres s'accroîtrait de 3.005 milliards LBP. Dans les conditions normales, 70% de cette augmentation auraient basculé en devises (soit 1,5 milliard USD) pour se conformer au taux de dollarisation prévalant dans la masse des dépôts et aussi pour couvrir une partie du déficit de la balance des opérations courantes.

Une solution idéale consisterait à ce que la liquidité excédentaire injectée sur le marché soit résorbée du fait de la circulaire N°26. Il conviendrait en parallèle que la « confiance » dans la Livre ne se traduise pas par plus de conversions que ce qu'il faut pour compenser ces conversions spontanées de 1,5 milliards USD. Il est évident que la baisse rapide des taux sur les BT à deux ans poussera les banques à réduire les taux sur les dépôts en Livres de façon progressive, le temps d'amortir le gain réalisé sur le stock de BT qu'elles détiennent à 16,5%.

¹⁹ Soit 2.850 millions USD (à comparer au besoin de financement anticipable avant Paris II et avant les économies qui était de 3.312 millions USD)

²⁰ La baisse « nominale » de la dette due au « write-off » des écarts de réévaluation pour 1,8 milliards USD ou 2.700 milliards LBP n'est pas prise en compte dans ce calcul à cause de son caractère factice et discutable.

Sous ces conditions, l'exigence des 4 milliards USD imposée par la circulaire N°26 pourrait se trouver satisfaite par les apports suivants :

- l'équivalent de 2,0 milliards USD de liquidités en Livres (face aux 2 milliards USD de liquidité en Livres qui sera créée par la BdL suite aux prêts au Trésor provenant de Paris II et au 0,5 milliard déjà accumulé dans la suite immédiate de Paris II du fait des conversions sur le marché),
- 1,2 milliard de liquidités en devises (provenant en réalité pour 0,6 milliard de la réduction de la liquidité extérieure des banques et pour 0,6 milliard du remboursement à leur échéance des eurobonds en 2003 aux banques souscriptrices)
- et 0,8 milliard de Bons de Trésor (qui proviendraient pour une large part des banques qui refuseraient de se départir de leur liquidité en devises et qui n'ont pas d'eurobonds dans leur portefeuille) et d'eurobonds.

Sensibilité à un plus grand basculement des dépôts vers la Livre

Il serait évidemment intéressant de tester la sensibilité de ce scénario médian par rapport à la variation de certains paramètres clés. Nous passerons rapidement en revue deux d'entre eux : d'abord un plus grand basculement des dépôts vers la Livre puis la privatisation et à la titrisation.

Les dépôts bancaires se situent à près de 42 milliards USD dont près de 6 milliards appartiennent à des non-résidents. 71,7% de ces dépôts sont libellés en devises. Les avoirs extérieurs nets du système bancaire se situeraient, fin décembre 2002, autour de 2 milliards USD. En incorporant les dépôts non-résidents, les avoirs extérieurs seraient de près de 8 milliards USD. Il faut savoir que les engagements extérieurs auprès des banques non résidentes atteignent 1,2 milliards USD et qu'un montant que l'on peut estimer à près de 2 milliards USD se trouve, de manière explicite ou implicite, lié chez les correspondants en « garantie » des risques par signature pris par les correspondants sur les banques libanaises pour leurs opérations commerciales ou financières. De plus les 4,8 milliards restants se trouvent très inégalement répartis entre les banques et le ratio de liquidité extérieure effective disponible, qui atteint 12% pour l'ensemble du secteur peut se trouver pour certaines banques, peu engagées en eurobonds ou en crédits domestiques ou en dépôts volontaires en devises à la BdL, atteindre 30% alors que, pour d'autres, il peut tomber entre 5% et 10%.

Le maintien en Livres de l'ensemble de la masse monétaire en Livres qui sera créée durant 2003, et qui devrait atteindre, par le seul effet direct des financements en provenance de Paris°II, 3.000 milliards LBP, portera le taux de dollarisation de 71,7% à 68,5%, ce qui est déjà fort appréciable, car il équivaudrait à une demande implicite sur la Livre de près d'1,5 milliard USD. Une baisse du « taux de dollarisation » de 71,7% à 66,9% (son niveau à la fin de décembre 2000) se traduirait par le basculement de près de 0,7 milliards USD supplémentaires ; une baisse du « taux de dollarisation » de 71,7% à 61,7% (son niveau à la fin de décembre 1999) se traduirait par le basculement de près de 2,3 milliards USD supplémentaires.

Le tableau suivant retrace les évolutions possibles des dépôts bancaires jusqu'à la fin de 2003, sans tenir compte d'un solde positif ou négatif au niveau des flux nets avec l'extérieur et sans effets de multiplicateur. En partant de la situation à la fin de décembre 2002, il incorpore d'abord l'effet de l'injection de liquidité durant 2003 avec son maintien intégralement en Livres, puis envisage trois niveaux pour le taux de dollarisation à la fin de 2003 : son maintien inchangé comme à la fin de 2002, une baisse de 5% pour retrouver son niveau à la fin de 2000 et une baisse de 10% pour retrouver son niveau à la fin de 1999.

Pour chaque cas, on peut calculer :

- la variation relative de la liquidité extérieure du système bancaire suite aux évolutions du marché, à la circulaire 26 et au remboursement par l'État des échéances en principal d'eurobonds sans renouvellement, et ce en partant d'une liquidité extérieure effectivement disponible de 4,8 milliards USD à la fin de 2002²¹,
- la variation des réserves de la BdL en conséquence de la circulaire N°26, des prêts de Paris II, du déficit résultant de l'exercice 2003 et des évolutions du marché des changes
- et les montants de liquidité en Livres que la BdL devra stériliser dans chaque cas ainsi que le coût pour elle de cette stérilisation sur base d'un taux de 8% applicable sur toute la durée de l'année 2003.

<i>Millions USD</i>	Fin 2002	Fin 2003 Seul effet d'injection de l'équivalent en LBP de 2 milliards USD	Fin 2003 Maintien de la dollarisation au niveau de 2002	Fin 2003 Baisse de 5% de la dollarisation par rapport à 2002	Fin 2003 Baisse de 10% de la dollarisation par rapport à 2002
<i>Banques commerciales</i>					
Dépôts LBP	11 937	13 941	12 504	14 714	16 925
Dépôts devises	30 272	30 272	31 709	29 498	27 288
Total dépôts bancaires	42 209	44 213	44 213	44 213	44 213
Taux de dollarisation	71.7%	68.5%	71.7%	66.7%	61.7%
Variation dépôts LBP		2 004	567	2 777	4 988
Variation dépôts devises		4	1 437	-774	-2 984
Liquidité absorbée (N°26)		1200	2200	1200	700
Liquidité restante		3600	2600	3600	4100
Variation liquidité		-630	-193	-1 404	-3 114
Var relative liquidité		-13%	-4%	-29%	-65%
<i>Banque du Liban</i>					
Réserves accrues (N°26)		1,200	2,200	1,200	700
Reste après déficit 2003		1,000	2,000	1,000	500
Variation réserves BdL		1,000	563	1,774	3,485
Liquidité absorbée (N°26)		2000	500	2000	2500
Montant à stériliser		4	67	777	2 488
Coût stérilisation par BdL		0	4	41	132

²¹ Il convient de mentionner que les actions prévisibles durant 2003 incorporent, à part le remboursement des eurobonds détenus par les banques libanaises, des paiements par la BdL et le Trésor d'un montant d'intérêts en devises de 963 millions USD (613 millions sur les eurobonds et 350 millions sur les dépôts, tant obligatoires que volontaires à la BdL). Il faut tenir compte d'autre part du paiement de 347 millions USD d'intérêts sur les dépôts des non-résidents. Il resterait donc aux banques 616 millions USD. Il faut encore déduire de ce montant les paiements en devises des banques par suite à leurs frais généraux et aux distributions de dividendes et que l'on peut estimer à près de 400 millions USD, ce qui ne leur laisserait que près de 200 millions USD de liquidité supplémentaire. Mais une prise en compte sérieuse de ces différents flux ne saurait les séparer de l'ensemble des flux de la balance des paiements : intérêts perçus sur les placements extérieurs, intérêts payés sur les emprunts extérieurs... Or nous savons en particulier qu'une grande part des emplois domestiques (consommation et investissement) se traduit pour le Liban en importations et par suite en sorties de capitaux alors que les exportations libanaises de biens et de services restent très limitées. Les revenus d'intérêt des déposants, que leurs dépôts soient en Livres ou en devises, s'incorporent à leurs revenus et sont utilisés indépendamment de la devise de dépôt. L'analyse de l'ensemble de ces flux dépasse largement le cadre de cette étude. Aussi, suite à l'hypothèse d'une variation des dépôts restreinte aux effets directs de Paris II, convient-il de négliger l'ensemble des effets des paiements d'intérêt et de s'arrêter au niveau des mouvements liés aux flux de principal.

On peut voir, à la lecture du tableau, qu'une vague persistante de conversions sur le marché des changes en faveur de la Livre libanaise provoquerait d'une part un resserrement critique de la liquidité des banques en devises (à moins qu'elles n'attirent de nouvelles ressources de l'extérieur en maintenant les taux d'intérêt élevés sur les devises ou que les plus exposées d'entre elles ne poursuivent une politique agressive sur le marché local, comme elles le font en réalité depuis plusieurs mois, pour drainer les dépôts des banques relativement liquides vers elles) et un accroissement considérable des liquidités en Livres à un moment où le Trésor ne serait plus emprunteur sur le marché ; le coût de la stérilisation par la BdL des montants en Livres qui excèderaient les 3.000 milliards de Livres déjà absorbés par l'effet de la circulaire N°26 atteindrait 41 millions USD pour une baisse de 5% de la dollarisation et 132 millions pour une baisse de 10%, ce qui annulerait près du quart de toutes les « économies » résultant de Paris II et de ses suites pour le Trésor.

Il est significatif à ce propos que l'État n'ait pas envisagé le remboursement anticipé d'une ou plusieurs tranches d'eurobonds (cette disposition est en effet prévue dans un grand nombre de notices d'émission d'eurobonds, après préavis de 30 jours mais sans pénalité ; elle n'est par contre prévue pour les Bons du Trésor) : les eurobonds constituent une source de recettes en devises significative pour les banques et elle leur permet, avec les rémunérations élevées sur leurs dépôts, obligatoires ou volontaires auprès de la BdL, de surpayer les dépôts en devises et d'éviter les sorties de capitaux. Sur la courte période passée depuis Paris II, on constate que les taux sur les dépôts en devises n'ont que très peu baissé (un demi-point au maximum) alors que les taux sur les dépôts en Livres ont accusé une baisse de trois points, voire plus.

Sensibilité à la privatisation et à la titrisation

Le document présenté par le Gouvernement à la Conférence de Paris II fait mention de 8,9 milliards USD de recettes de la privatisation entre 2003 et 2007, dont 5 milliards pour la seule année 2003.

L'objet de cette note n'est pas de discuter la vraisemblance de ces estimations mais seulement d'évaluer l'impact financier de la privatisation pendant 2003.

Ce même document prévoit une baisse du coût moyen de la dette publique de 12% en septembre 2002 à 8% sur l'année 2003 puis à 7% en 2004 et à 6,5% par la suite (soit à peine 1,5% de plus que les taux espérés pour les prêts bonifiés venant de Paris II).

Si l'on met en correspondance les montants espérés des privatisations et les niveaux espérés des taux d'intérêt sur la dette publique, on arrive à déceler un scénario de dollarisation quasi-complète du pays. En effet, si l'on prend les estimations officielles à la lettre, les prêts bonifiés et les privatisations devraient rapporter au Trésor 14 milliards USD dont 10 milliards en 2003. Après résorption du déficit de 2003 (estimé dans le document à 1,5 milliard), l'excédent serait encore de 8,5 milliards USD, soit l'équivalent de 85% du portefeuille des Bons du Trésor détenus par les banques ou encore 65% de ce portefeuille augmenté des Bons détenus par les investisseurs privés (le reste des BT étant, suivant l'expression du document, hors marché car détenu par la BdL, la CNSS, l'IGD...).

Un pareil scénario ne peut avoir été envisagé avec un minimum de sérieux s'il ne visait pas à racheter l'essentiel des BT présents sur le marché et à instaurer une dollarisation quasi-complète, de fait sinon de droit. C'est seulement dans ce cadre qu'une péréquation des taux sur la Livre et sur le dollar aurait un sens.

Si l'on laisse de côté cette approche globale qui reste peu convaincante et qui ne semble pas avoir convaincu grand monde lors de la conférence de Paris II et que l'on s'intéresse, de façon

plus localisée, à étudier l'impact d'une privatisation partielle sur l'équilibre qui semble se dessiner au lendemain de Paris II, on se doit de relever certaines remarques préliminaires :

Il existe une différence fondamentale dans les recettes de la privatisation (ou de la « titrisation ») entre les fonds qui proviendraient des banques libanaises, que ce soit sous forme de retraits de dépôts par les actionnaires des sociétés adjudicataires ou par les souscripteurs ou sous forme de crédits alloués à eux ou aux sociétés et les fonds qui proviendraient de l'étranger.

Les fonds provenant des banques libanaises augmenteraient les réserves de la Banque Centrale au détriment de la trésorerie libre des banques. Dès lors que le déficit de l'exercice pour le Trésor est couvert par les prêts issus de Paris II, les fonds ainsi récoltés ne peuvent servir qu'à racheter une partie de la dette publique en devises ce qui se traduirait, pour les banques libanaises par la substitution d'emprunteurs privés à l'emprunteur public et pour l'État à une économie d'intérêts en contrepartie de la perte des ressources des entreprises privatisées ou des impôts « affermés ».

Les fonds provenant de l'extérieur amélioreraient la balance des paiements et permettraient, s'il y a rachat de créances en devises, d'augmenter la liquidité du secteur bancaire, l'autorisant éventuellement à accorder de nouveaux crédits à l'économie.

Si la Banque Centrale ne procède pas au rachat de créances en devises et qu'elle replace les fonds reçus sur le marché international, le Trésor encourra des pertes importantes résultant de la différence entre les taux internationaux et le taux d'actualisation appliqué à la valorisation des cash-flows cédés.

Si par contre les recettes de la privatisation sont reportées au-delà de 2003, elles peuvent servir à couvrir le déficit public pour l'exercice 2004 mais elles auraient alors un effet similaire à celui des prêts de Paris II quant à la création d'une masse supplémentaire de Livres libanaises en plus du creusement du déficit dû à la cession des revenus privatisés.

On peut donc dire que la privatisation, dans les conditions actuelles de taux (taux internationaux très faibles et WACC élevés) et de financement (effets de Paris II), a un effet positif direct sur les réserves de la Banque Centrale mais ses effets sur le Trésor semblent limités, voire négatifs, à moins qu'elle ne s'inscrive dans une opération de restructuration financière de vaste envergure qui conduirait à une dollarisation quasi-intégrale du pays.

L'action à travers les taux d'intérêt

La circulaire N°26 et l'action précipitée de la BdL à la baisse des taux sur les BT s'expliquent ainsi à plus d'un titre.

Les taux sur les bons du Trésor ont connu une baisse particulièrement accélérée. Le tableau suivant reprend leur évolution :

	Taux avant Paris II	Taux fin novembre	Taux fin décembre
BT 2 ans	14,6	13,5	9,2
BT 1 an	13,4	13,3	9,1
BT 6 mois	12,5	12,4	9,3
BT 3 mois	11,7	11,2	8,0

En particulier, les BT à deux ans qui constituent près de 90% du portefeuille, se traitaient en réalité nettement au-dessus de leur taux officiel : sur le marché secondaire, ils étaient vendus aux investisseurs, et jusqu'au lendemain de la conférence, à un rendement annuel de 17,2% et ils étaient vendus par la BdL aux banques à travers les opérations de swaps avec un rendement annuel de 19,2%.

Le gain en capital réalisé en réalité par ces deux catégories de souscripteurs, en un mois, se trouve donc porté respectivement à 12,8% et à 16,1%.

La circulaire N°26 a eu comme effet secondaire de rendre non significatif le taux sur les nouvelles émissions des Bons du Trésor puisqu'une grande part de ces nouveaux Bons, indépendamment de leur taux, était destinée à être versée au cours des semaines à venir à la BdL à 0%. Elle a aussi eu pour effet de placer la BdL en acheteuse des eurobonds en devises à leur valeur nominale, dans le même but.

Entre-temps, les eurobonds sur 4 ans qui se traitaient avec une décote de 10 à 15%, ce qui portait leur rémunération effective d'un taux nominal de 10,5% à des taux effectifs de 14% à 16%, ont retrouvé leur valeur faciale. Des gains du même ordre ont été réalisés sur les eurobonds de maturité plus longue. Le marché a connu un volume d'échanges significatif, d'autant plus qu'il a été dopé par l'annonce d'une tendance à la baisse de la rémunération des dépôts en devises (bien qu'à ce jour la baisse n'ait pas dépassé un demi-point) et par la circulaire 26 dans laquelle la BdL se portait acheteuse des eurobonds à leur valeur nominale. On a donc là aussi assisté à un gain en capital du même ordre que pour les Bons du Trésor à deux ans²².

Cette baisse accélérée vise par ailleurs à freiner le mouvement de conversions des devises en Livres. La perception miraculeuse du gros des déposants résidents que le Liban ne connaîtra jamais de crise financière car les « grandes puissances » ne le veulent pas ne trompe pas les gestionnaires et les allocataires des risques. Le risque de défaut de l'État étant paré du moins pour un temps, rien ne sert de rechercher des prouesses fiscales peu convaincantes sur le moyen terme et mieux vaut consolider la capacité d'intervention de la Banque Centrale, que ce soit sur le marché des changes (pour les anciens et les nouveaux) ou sur le marché bancaire.

Implications de l'évolution des taux d'intérêt sur la privatisation

La « privatisation » du téléphone cellulaire constitue le cœur des projets de privatisation du gouvernement.

Les chances d'octroi de licences pour le téléphone mobile se trouvent réduites suite aux effets de taux induits par Paris II et ses applications locales.

En retenant la formule usuelle : $WACC = R_f + \beta_{unlevered} \times (R_m - R_f)$, et en intégrant la baisse du taux des BT à deux ans qui sont implicitement considérés comme indicatifs de la rémunération sans risque, on obtiendrait

Rémunération sans risque : R_f	15%	9%	9%
Prime de marché	4%	10%	4%
Rémunération du marché : R_m	19%	19%	13%
β du secteur télécom sans dette	1,3	1,3	1,3
WACC	20,2%	22,0%	14,2%

Le WACC pris à 20,2% passerait à 14,2% si l'on maintient la prime de risque de 4%. L'évaluation du prix d'une licence à 20 ans pourrait augmenter de 35% au moins alors la valeur actuelle au taux R_f des revenus cédés par le gouvernement pourrait augmenter de 50%, ce qui creuserait l'écart entre l'appréciation de l'investisseur et celui du gouvernement et compromettrait la possibilité même d'accord sur l'octroi d'une licence.

²² Il faut noter que ces gains en capital sur les eurobonds n'affectent pas, dans le cas général, les banques qui en détiennent car ces dernières les considèrent comme des investissements à conserver jusqu'à leur maturité et non comme des titres négociables sur le marché et les inscrivent dans leurs livres à leur valeur nominale sans leur appliquer aucune décote quel que soit le prix du marché. Il n'en va pas de même pour les investisseurs privés, locaux ou étrangers. Cela n'a nullement empêché les banques de procéder à certaines opérations localisées de trading.

Le même raisonnement vaut pour les autres postes du programme de privatisation ainsi que pour l'affermage de telle ou telle parmi les recettes publiques.

La logique des actions de la BdL

La mise en correspondance de l'ensemble des mesures adoptées par la BdL conduit à certaines conclusions :

- Les économies pour le Trésor sont réduites
- Les pertes (ou les manques à gagner) pour les banques sont réduites aussi car l'excédent de liquidité en Livres, corollaire obligé des financements provenant de Paris II, aurait dû, en l'absence de la circulaire N°26, être placé en certificats de dépôts faiblement rémunérés auprès de la BdL. Le manque de recettes pour les banques découlant de la stérilisation, à taux d'intérêt nul, de ces montants a toutes les chances d'être moindre que la baisse du coût de leurs ressources suite à Paris II. Leur marge d'intérêts peut même être augmentée.
- Cela est notamment vrai pour celles d'entre elles qui ont, par le passé, adopté une politique de placement conforme aux orientations voulues par la banque Centrale.
- Parmi les banques, les plus pénalisées se trouveront être celles qui ont le moins suivi les incitations de la BdL à souscrire massivement aux titres publics car elles seront contraintes de se départir d'une partie de leur BT en LBP.
- Les gains en devises pour la BdL sont accrus sans besoin de recours à l'achat de devises du marché avec ce qu'il suppose d'injection de liquidité en Livres
- La baisse des taux sur la Livre peut ainsi être accélérée, freinant la vague initiale d'achat de Livres et permettant aux investisseurs non bancaires (et pour une moindre part à certaines banques) de réaliser, s'ils le désirent, des gains en capital considérables et de se retirer pour placer leurs capitaux en devises à des taux compris entre 8% à 9% que ce soit au Liban ou sur des marchés extérieurs de risque comparable.

Bien que résultant d'ajustements pragmatiques, cet ensemble de conséquences finit par présenter un niveau élevé de cohérence. Tout se passe comme si la BdL avait œuvré, suite à Paris II de façon à consolider sa position financière et celle de ses alliés tant parmi les banques que parmi les investisseurs privés, faisant passer au second plan les soucis du Trésor, assurés pour un an et les inquiétudes des banques « récalcitrantes ».

La conférence de Paris II a ainsi produit un effet direct indéniable.

Perspectives et politiques alternatives

S'il est vrai que le Trésor est assuré de passer l'année 2003 sans risques et que la Banque Centrale semble gérer au mieux la réallocation des ressources et des risques financiers pour parer à une crise durant la même période, il reste que la Conférence de Paris II était censée s'inscrire dans le cadre d'une restructuration financière plus globale. Qu'en est-il en fait ?

Il est intéressant de comparer l'opération Paris II avec et sans privatisation aux enveloppes mises en place sous l'égide du FMI pour la Turquie et l'Argentine.

Si l'on retient pour le « package » libanais un montant total de 6 milliards USD (3 de prêts et 3 de produit des privatisations, soit 60% des montants prévus par le gouvernement pour ces derniers, à l'instar de ce qui s'est effectivement réalisé pour les prêts dans le cadre de Paris II), on constate que ce montant pèse près du double du poids des packages mis en place ou promis dans les cas de la Turquie ou de l'Argentine, si on le compare au PIB, alors qu'il pèse

la moitié ou même moins si on le compare aux agrégats financiers, volume des dépôts bancaires ou niveau de la dette publique.

(milliards USD)	Liban programme du gouvernement	Liban montant total possible	Liban prêts issus de Paris II	Turquie	Argentine
Montant du package	10	6	3	30	40
PIB	17	17	17	150	267
Dépôts bancaires	40	40	40	60	67
Dette publique	30	30	30	75	100
Package / PIB	58,3%	35%	17,5%	20%	15%
Package / dépôts	25,0%	15%	7,5%	50%	60%
Package / dette	33,3%	20%	10,0%	40%	40%

Il semble hautement improbable qu'un montant aussi faible par rapport aux agrégats financiers libanais puisse inverser la dynamique financière en œuvre. Cela n'est évidemment que le reflet de l'hypertrophie financière qui caractérise la situation économique du pays depuis une décennie.

En contrepartie, ce montant pèse très lourd par rapport au PIB. Cela veut dire d'abord qu'il pèse très lourd si l'on veut mesurer la charge fiscale qui devra supporter son service et son remboursement à terme.

Mais cela veut dire aussi que ce montant aurait pu fort utilement servir à accompagner une restructuration financière effective plutôt que de servir à gagner une année de sursis, d'autant plus que l'adoption d'une pareille attitude aurait pu aboutir à lever des montants plus importants encore, tout en capitalisant sur la sympathie politique dont le Liban a pu disposer jusqu'à ce jour.

Les discussions qui se sont déroulées avec la mission du FMI début octobre ont d'ailleurs essentiellement porté sur ce point, le FMI défendant l'argument qu'un programme renforcé par Paris II avait des chances renforcées de succès mais la partie libanaise a catégoriquement refusé cette approche, tablant sur un « soft-landing » dont les chances de succès apparaissent très minces.

On comprend mieux dans ce cadre le souci marqué du FMI de se démarquer, dans son rapport, des thèses et des scénarios du gouvernement. On comprend aussi le faible niveau des critiques sur les hypothèses économiques qui les sous-tendent.

Or ces hypothèses peuvent être cruciales pour l'activité économique en général et pour l'investissement en particulier.

Implications économiques

Le programme du gouvernement pose des hypothèses fort peu réalistes pour les principaux indicateurs économiques sur la période 2002 à 2007. Il n'y a pas lieu de les discuter ici de manière systématique.

On peut néanmoins tirer certaines conclusions à court terme (sur 2003) des tendances déjà observées :

- L'injection de liquidité induite par Paris II pourrait avoir un léger effet sur la hausse des prix qui devront par ailleurs accuser une hausse suite au renchérissement de l'euro et à la hausse des prix du pétrole.
- La politique de stérilisation de la Banque Centrale et le renouvellement de la « confiance » des déposants dans la Livre n'autoriseront probablement pas les banques à élargir un volume significatif de nouveaux crédits.

- Les taux débiteurs, notamment en devises, ne devraient pas baisser de manière significative suite au besoin des banques de continuer à payer cher leurs ressources en devises et à la pression exercée par la circulaire N°26 sur leurs bénéficiaires.
- Les dépenses publiques seront probablement plus généreuses que pendant 2002 et ce malgré le souci du Ministère des Finances de minimiser le déficit car la disponibilité des fonds en provenance de Paris II et les tractations politiques qui ne manqueront pas d'accompagner la privatisation et qui iront en s'amplifiant à mesure que le pays se rapprochera des échéances électorales de 2004 favoriseront les capacités de marchandage des différents groupements politiques et communautaires.
- Le pouvoir d'achat des ménages en termes réels connaîtra probablement une légère détérioration comme conséquence de ce qui précède.
- Les équilibres financiers resteront fragiles sur la période, tant au niveau de la liquidité des banques que des réserves de la Banque Centrale et risquent d'être affectés par un retournement des flux financiers extérieurs, que ce soit suite à des développements régionaux dramatiques (l'effet de la montée des incertitudes régionales a été jusqu'à ce jour positif) ou à un retournement à la hausse des marchés financiers et boursiers internationaux (leur baisse dramatique durant 2002 ayant constitué un facteur décisif en faveur du maintien de la situation financière au Liban).

TABLE DES MATIERES

Objet et avertissement	3
Jusqu'au 27 mai 2002	4
L'avant Paris II	4
La conférence de Paris II	5
L'après Paris II	7
Les prévisions originelles pour 2003	8
Les comptes du Trésor	9
La question des économies dans le service de la dette	10
Premier moyen : la privatisation	11
Deuxième moyen : les opérations entre le Trésor et la Banque Centrale	11
Troisième moyen : le portefeuille des institutionnels	13
L'action avec les banques commerciales : la circulaire N°26	14
Le dilemme des banques	15
Équilibre probable à la fin de 2003 pour le Trésor et pour la BdL	18
Sensibilité à un plus grand basculement des dépôts vers la Livre	19
Sensibilité à la privatisation et à la titrisation	19
L'action à travers les taux d'intérêt	22
Implications de l'évolution des taux d'intérêt sur la privatisation	23
La logique des actions de la BdL	24
Perspectives et politiques alternatives	24
Implications économiques	25