

Développements récents au sein des marchés financiers d'Afrique : de nouveaux défis pour les banques centrales ?

Le Cap
Afrique du Sud
Novembre 2007

© Banque de Réserve d'Afrique du Sud

Tous droits réservés. Aucun extrait de la présente publication ne peut être reproduit, conservé dans un système de recherche de données ou diffusé sous quelque forme ou par quelque procédé que ce soit (électronique ou mécanique, par photocopie, enregistrement ou autre) sans que la source Développements récents au sein des marchés financiers d'Afrique : de nouveaux défis pour les banques centrales ? en soit clairement indiquée. Cette publication a pour objet la diffusion d'informations générales ; elle ne vise nullement à prodiguer des conseils, financiers ou autres. Bien que toutes les précautions aient été prises pour garantir la fiabilité du contenu, la Banque de Réserve d'Afrique du Sud ne saurait être tenue pour responsable d'éventuelles inexactitudes ou d'opinions erronées qui y figureraient.

Les notes de discussion rassemblées dans cet ouvrage ont été établies en vue d'une table ronde des gouverneurs de banque centrale, qui s'est tenue le 20 novembre 2007 au Cap (Afrique du Sud). Les opinions qui y sont exprimées sont celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement le point de vue de la Banque des Règlements Internationaux ni celui de la Banque de Réserve d'Afrique du Sud. Chacune de ces notes peut être reproduite ou traduite sous réserve que la source en soit citée.

Pour toute demande concernant cette publication, veuillez vous adresser à :

Logan Rangasamy

Research Department

South African Reserve Bank

P. O. Box 427

Pretoria 0001

République d'Afrique du Sud

Tél. : 27-12-313 4535

www.reservebank.co.za/SARB-BIS2007F

ISBN 978-0-9585044-6-1

Sommaire

Remerciements.....	ii
Avant-propos.....	1
Tito Mboweni	
Développements récents au sein des marchés financiers d'Afrique : de nouveaux défis pour les banques centrales ?	2
Malcolm D. Knight	
Renforcer le contrôle bancaire.....	4
Nout Wellink	
Afrique et économie mondiale : vue d'ensemble.....	8
Kerri Brick, Logan Rangasamy et Erik Visser	
Défis posés aux banques centrales pour le développement des marchés financiers	24
Sweta Saxena	
Stratégies envisageables face à l'augmentation des entrées de capitaux.....	37
Zelda Bignaut, Logan Rangasamy, Leroi Raputsoane et Jan Swanepoel	
Les comités au sein des banques centrales	53
Serge Jeanneau	

Remerciements

Des remerciements sont adressés aux auteurs pour leurs contributions respectives à cette publication, ainsi qu'à Philip Turner (BRI), pour ses commentaires exhaustifs. Aux Services linguistiques de la BRI, Tom Minic et Alison Spurway ont assuré avec talent la mise au point rédactionnelle des documents ; Sylvie Anzemberger et Pierre Maurey, la traduction en français, avec l'appui de Véronique Urban.

Que soient également remerciées Claudette Venter, Vivienne de Villiers et Racquel Abrahams (toutes trois de la SARB), de même que Clare Batts (BRI), qui avaient en charge la logistique et l'organisation de cette réunion.

Une reconnaissance spéciale est adressée à la Graphics Section, qui a créé les graphiques et conçu la couverture, ainsi qu'à la Publishing Section, qui a géré efficacement le processus d'édition, de la mise en pages à la production.



Avant-propos

La Banque de Réserve d'Afrique du Sud, dans le cadre d'une collaboration avec la Banque des Règlements Internationaux, a convié des gouverneurs de banque centrale à participer à une table ronde, qui s'est tenue au Cap (Afrique du Sud) le 20 novembre 2007, sur le thème *Développements récents au sein des marchés financiers d'Afrique : de nouveaux défis pour les banques centrales ?*

La plupart des pays du continent africain ont enregistré de bons résultats macro-économiques ces dernières années, ce dont témoigne une nette amélioration de la situation dans nombre d'entre eux, tant sur le plan de la croissance économique que de l'inflation. Il ne fait guère de doute que la mise en œuvre de politiques macroéconomiques prudentes a grandement contribué à cette évolution.

Le secteur financier joue un rôle clé dans l'expansion économique d'un pays ; son développement insuffisant peut compromettre gravement les perspectives de croissance. L'élargissement et l'approfondissement du système financier sont, en effet, indispensables au maintien de taux de croissance économiques élevés à des niveaux soutenables. Cette problématique est tout à fait actuelle dans bien des pays africains, comme l'a montré la participation active aux différentes tables rondes.

Je tiens à exprimer ma sincère gratitude aux participants qui ont si aimablement partagé l'expérience de leurs pays. Enfin, je voudrais aussi remercier les Gouverneurs Mohammed Laksaci, Tom Alweendo et Njuguna Ndung'u d'avoir assuré avec talent la présidence de trois sessions.

Tito Mboweni
Gouverneur (Banque de Réserve d'Afrique du Sud)

Développements récents au sein des marchés financiers d'Afrique : de nouveaux défis pour les banques centrales ?

*Malcolm D. Knight (Directeur Général,
Banque des Règlements Internationaux)*



Cette réunion, fort enrichissante, a été, pour tous, l'occasion d'un échange de vues sur les divers problèmes et développements survenus dans les domaines économique et financier en Afrique. C'était la première fois que la BRI participait à l'organisation d'une réunion de gouverneurs sur le sol africain. Nous sommes tous très reconnaissants au Gouverneur Mboweni pour son soutien sans faille à cette initiative commune de la Banque des Règlements Internationaux (BRI) et de la Banque de Réserve d'Afrique du Sud (SARB). Le personnel de la BRI et celui de la SARB ont collaboré étroitement à l'élaboration des documents pour la réunion. Je tiens, à cet égard, à exprimer toute ma gratitude à Logan Rangasamy, qui a coordonné le travail des économistes de la SARB tout au long de la mise au point du présent ouvrage.

Les résultats macroéconomiques encourageants qui avaient été présentés pour l'Afrique à la réunion des gouverneurs de mars 2006 (accélération de la croissance, meilleure maîtrise des tensions inflationnistes intérieures et, dans plusieurs cas, renforcement des cadres opérationnels) ne se sont pas démentis en 2007, comme il est apparu au cours de la première session, consacrée aux tendances économiques récentes.

Toutefois, la flambée des prix alimentaires, qui s'est ajoutée à de nouvelles augmentations des cours pétroliers l'an dernier, pose un nouveau défi. L'alimentation pèse, il est vrai, très lourdement dans le budget des ménages africains (et donc dans l'indice des prix à la consommation). Le renchérissement des prix alimentaires internationaux peut, par conséquent, exercer un fort impact sur les revenus réels ; de même, son incidence sur les anticipations d'inflation risque de compliquer la tâche de la banque centrale.

La question de savoir ce que les banques centrales devraient faire pour encourager le développement des marchés financiers – thème de la deuxième session – s'est à maintes reprises posée à moi durant ma carrière. D'évidence, la structure du système financier le mieux adapté à un pays dépend du stade d'évolution et de l'héritage historique du pays en

question. D'ailleurs, au cours des discussions, une préoccupation dominante a été la nécessité de se doter de types d'établissements financiers – telles les coopératives de crédit, par exemple – souvent plus aptes à mobiliser l'épargne dans des pays à faible revenu que ne le sont les grandes banques commerciales. Il est toutefois également ressorti des débats que de nouveaux marchés financiers se constituent en Afrique. Pour nombre de participants, favoriser l'émergence de marchés monétaires et financiers ouverts, qui ne soient pas dominés par une poignée de grandes banques (potentiellement liées par des ententes), reste un objectif majeur.

La troisième session portait sur les mesures à prendre face aux entrées de capitaux. Les réserves de change continuent leur forte progression en Afrique, du fait du niveau élevé des cours des matières premières, mais aussi en raison de l'intérêt accru que portent au continent les investisseurs étrangers. Le délicat problème qui en résulte pour les banques centrales avait été l'un des grands thèmes de la réunion de mars 2006. Il est incontestable que la stérilisation peut présenter de grandes difficultés dans des marchés financiers peu liquides.

Le dernier sujet traité concernait le fonctionnement des comités de banque centrale, du point de vue de la gouvernance plutôt que dans une perspective macroéconomique. Ces dernières années, la BRI a approfondi son travail sur la gouvernance des banques centrales. Nous remercions Tito Mboweni pour le vif intérêt qu'il a manifesté à cet égard et pour les conseils qu'il a prodigués en tant que membre du Groupe de gouvernance du Forum sur la gouvernance des banques centrales. Les banques centrales prennent de plus en plus conscience des avantages de la collégialité. En favorisant la mise en commun des compétences et des connaissances, les dispositifs collégiaux contribuent à la formulation de meilleures décisions; les comités peuvent, en outre, aider à résister à d'éventuelles pressions politiques. Les discussions à ce sujet ont été d'une franchise peu commune. D'ailleurs, c'est bel et bien la nature ouverte des débats sur les diverses questions abordées qui a fait de cette réunion une rencontre si fructueuse.

Renforcer le contrôle bancaire

Remarques de Nout Wellink (Président de la Banque des Pays-Bas et Président du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire) à l'occasion du déjeuner des gouverneurs des banques centrales des pays d'Afrique

Depuis sa création, voilà plus d'un quart de siècle, le Comité de Bâle a, parmi ses principales missions, celle d'améliorer la qualité du contrôle bancaire dans le monde. Pour atteindre cet objectif simple quoiqu'ambitieux, il a notamment établi des normes minimales applicables aux domaines dans lesquels elles sont jugées souhaitables.

Les récentes turbulences sur les marchés ont conforté l'idée que nous défendons : Bâle II marque une étape décisive en matière de gestion des risques et de surveillance. Elles ont aussi mis en évidence l'utilité de notre travail sur les questions de liquidité et de valorisation des actifs et des passifs. Œuvrer à l'amélioration du contrôle bancaire est, il va sans dire, une tâche sans fin, nous contraignant à adapter sans cesse nos pratiques aux innovations dans le domaine financier. Le Comité de Bâle continue de prendre la mesure des problèmes de contrôle et de gestion des risques que soulèvent les tendances récentes observées sur les marchés financiers et, s'il y a lieu, étudiera des mesures prudentielles – pragmatiques et proportionnées – pour y faire face.

Fort heureusement, dans l'exercice de nos fonctions de supervision, nous avons toute la ressource nécessaire pour suivre le rythme des marchés, appartenant, nous-mêmes, à des institutions « à fort effet de levier ». Nous savons, en effet, tirer mutuellement parti de nos expériences et compétences respectives, et le Comité de Bâle – plus généralement, la BRI – est l'instrument par lequel tout ce savoir-faire est démultiplié. J'aimerais aujourd'hui, dans ces quelques remarques, vous montrer combien l'objectif visant à renforcer le contrôle bancaire est une affaire collective. C'est aussi une tâche gratifiante – je donnerai quelques exemples illustrant comment les améliorations apportées l'an dernier aux *Principes de base pour un contrôle bancaire efficace* ont contribué à mettre les autorités de contrôle en position de relever les défis auxquels elles sont confrontées aujourd'hui.

Si renforcer le contrôle bancaire est, de fait, une entreprise collective, elle ne se limite pas aux treize pays constituant le Comité de Bâle. Plus d'une vingtaine d'autres sont représentés au sein de divers sous-groupes du Comité. Et davantage encore, si l'on prend en compte les différents groupements participant aux travaux du Comité, tels que la Commission bancaire de l'Union économique et monétaire ouest-africaine (UEMOA), l'EMEAP en Asie ou l'Association of Supervisors of Banks of the Americas (ASBA), qui sont représentés dans certains des groupes de travail du CBCB. L'objectif est d'établir un véritable échange, à double sens, permettant au Comité de recueillir mais aussi de diffuser

des informations en provenance et à destination des régions. Et si toutes les autorités prudentielles ne peuvent prendre part directement à l'élaboration de la production du CBCB, toutes ont la possibilité de communiquer leurs observations avant l'étape finale.

Le Comité et son secrétariat entretiennent également des voies de communication avec les autres groupements régionaux de contrôleurs bancaires. En assistant le plus souvent aux réunions annuelles de ces groupements, en organisant la conférence biennale internationale des autorités de contrôle bancaire – l'ICBS – ainsi que d'autres événements moins formels, nous veillons à maintenir un contact solide avec la communauté mondiale des superviseurs. Le travail que nous menons actuellement en matière de contrôle fondé sur le risque et en matière de microfinance découle ainsi directement des suggestions formulées à la conférence ICBS tenue à Mérida (Mexique) l'an dernier.

Je crois fermement qu'associer, le plus largement possible, les membres de cette communauté à la définition de critères communs est le premier moyen d'assurer l'application de ces critères. Mais l'engagement au plus haut niveau n'est pas suffisant : il faut aussi se doter d'outils pratiques. La formation en est un. Nous disposons, dans ce domaine, de l'Institut pour la stabilité financière. Né, en 1999, de l'initiative commune du Comité de Bâle et de la BRI, l'ISF s'est considérablement développé depuis. Ainsi, alors qu'il organisait quelques conférences et séminaires à ses débuts, l'ISF en programme aujourd'hui plus d'une cinquantaine par an. L'ISF propose, par ailleurs, un service en ligne d'information et de formation à l'intention des autorités de contrôle du secteur financier : FSI Connect, dont les modules sont consultables en quatre langues, notamment le chinois depuis peu. Cet outil Internet est une ressource formidable mise à la disposition de tous les membres des institutions que nous représentons.

Je me dois aussi de citer un autre outil important dans notre domaine : les *Principes de base pour un contrôle bancaire efficace*, établis pour aider les contrôleurs bancaires à identifier leurs points forts mais aussi les domaines où des améliorations s'imposent. Les évaluations constituent un outil de diagnostic grâce auquel chacun d'entre nous peut mettre au point le programme qui lui permettra d'augmenter l'efficacité du dispositif de contrôle prudentiel. Le classement auquel aboutit l'évaluation, d'une part, et la distinction entre critères essentiels et critères additionnels, d'autre part, sont une façon d'établir une hiérarchie entre les efforts restant à mener. Ils permettent aux autorités de contrôle de différencier les petits problèmes des défaillances plus graves et de se concentrer sur les fondamentaux avant de passer à des questions de détail. Une évaluation doit, en principe, déboucher sur un plan d'action axé sur les insuffisances susceptibles d'avoir les plus lourdes conséquences.

Pour faire en sorte que ces plans d'action conservent toute leur pertinence, nous avons actualisé, en 2006, les *Principes fondamentaux* et la *Méthodologie* jointe. Les améliorations apportées répondent à l'évolution générale de notre environnement. En voici quelques-unes.

Les turbulences qui ont agité les marchés ces derniers temps ont montré qu'une bonne stratégie de gestion de la liquidité était indispensable. L'actualisation des *Principes fondamentaux*, en 2006, a été l'occasion d'ajouter un principe consacré au risque de liquidité. Les *Principes fondamentaux* révisés se font ainsi plus pleinement l'écho des recommandations énoncées par le Comité en l'an 2000 pour de saines pratiques de gestion du risque de liquidité. Les critères d'évaluation y ont, eux aussi, été étendus. Ces modifications se révèlent particulièrement opportunes à la lumière des événements récents sur les marchés financiers. À titre d'exemple, il est désormais nécessaire de prendre en considération les lignes de crédit non utilisées et autres exigences du hors-bilan. Il faut, par ailleurs, tenir compte des autres risques (risque de crédit, risques de marché, par exemple) dans la stratégie de gestion de la liquidité globale de la banque. D'autres travaux ont été entrepris dans ce domaine par le Comité de Bâle depuis le début de 2007.

Plus généralement, la version révisée des *Principes fondamentaux* accorde une plus grande place aux aspects de gouvernance et au processus global de gestion des risques. Ainsi, les recommandations prévoient que le conseil d'administration doit, dans son ensemble, avoir une solide connaissance des activités menées par l'établissement. Tout changement de stratégie ou toute adoption de nouveaux produits doivent être portés à l'attention de l'autorité de contrôle, laquelle doit s'assurer que les procédures de gestion des risques sont adaptées en fonction des modifications du profil de risque. Plus que la version initiale, la version révisée des *Principes fondamentaux* souligne l'importance de la qualité des informations communiquées à la direction et au conseil d'administration sur la gestion des risques. Cela suppose que les hauts responsables et les administrateurs sont capables d'appréhender les implications et les limites de telles informations. L'aptitude à identifier et évaluer les risques est primordiale. Elle est cruciale pour le suivi, le contrôle et l'atténuation des risques dans la banque. À cet égard, les critères d'évaluation relatifs aux risques de crédit ont été révisés afin d'indiquer clairement qu'ils recouvrent les risques de contrepartie inhérents à divers instruments financiers.

Il me faut préciser qu'aucun des Principes fondamentaux ne stipule qu'un pays doit se conformer aux dispositifs d'adéquation des fonds propres dits de « Bâle I » ou de « Bâle II ». Je m'empresse cependant d'ajouter que, pour les banques à dimension internationale en tout cas, les exigences locales en matière de fonds propres ne devraient pas être moins strictes que les dispositions CBCB en vigueur dans la juridiction en question. Il reste qu'un certain nombre des saines pratiques décrites dans le dispositif révisé, Bâle II, ont été introduites dans les *Principes fondamentaux*, parce qu'elles sont utiles pour l'ensemble des pays. C'est ainsi que la notion de planification des fonds propres figure désormais au nombre des critères essentiels. Selon les termes des critères additionnels, les autorités des pays où opèrent des banques possédant des systèmes de gestion développés sont même invitées à adopter une approche plus prospective en matière de gestion des fonds propres. Quant aux banques, elles sont encouragées à fixer le niveau de leurs fonds propres en

anticipant des événements ou des changements de conditions de marché susceptibles d'avoir un effet néfaste.

Les critères ayant trait à la communication financière ont également été renforcés. Le spectre des informations à rendre publiques a été élargi de manière à englober plus d'éléments qualitatifs. La communication financière est une composante essentielle de la discipline de marché, troisième pilier du dispositif Bâle II. Or, plus fondamentalement, les événements récents ont rappelé aux banques qu'une information adéquate et fiable est une condition *sine qua non* de la formation des prix et de l'existence de marchés.

Permettez que je cite un dernier exemple, concernant la concentration de l'actionariat. Les autorités de contrôle devraient être tout particulièrement attentives à se servir de la panoplie d'instruments à leur disposition pour surveiller toute modification de la structure de propriété. La rapidité d'action est cruciale, et la nouvelle *Méthodologie* souligne la nécessité de définir les seuils à partir desquels une déclaration immédiate est requise ou dont le franchissement exige l'approbation des autorités. La participation accrue des fonds d'investissement et le recours à des instruments plus complexes pour prendre le contrôle d'une entreprise justifient que, y compris dans les *Principes fondamentaux* révisés, soient pris en considération non seulement les droits de vote mais aussi les bénéficiaires réels et les participations de contrôle. Une coopération véritable avec les autres autorités du pays chargées de la surveillance du secteur financier et avec les homologues à l'étranger est, elle aussi, particulièrement importante, en raison, notamment, des interrelations croissantes entre les marchés et les législations bancaires, mais aussi de la dimension transfrontière plus marquée des activités des banques. La version révisée des *Principes fondamentaux* tient compte de cette nouvelle réalité, intégrant en outre des recommandations plus claires en ce qui concerne la réciprocité de l'échange d'information entre les instances de contrôle des pays d'origine et d'accueil.

Ces quelques exemples vous ont aidé, je l'espère, à mieux apprécier les efforts déployés par le Comité de Bâle pour associer à ses travaux la communauté du contrôle bancaire au sens large. De même, j'aimerais croire que mes commentaires sur la version révisée des *Principes fondamentaux* vous ont donné un avant-goût de la façon dont le Comité s'emploie à renforcer le contrôle bancaire dans le monde. Enfin, et surtout, j'espère avoir aiguisé votre envie de poursuivre cet utile dialogue et cette coopération importante, sans lesquels on ne saurait avoir de contrôle transfrontière. Je vous remercie de votre attention et vous souhaite un excellent repas.

Afrique et économie mondiale : vue d'ensemble

Kerri Brick, Logan Rangasamy et Erik Visser (Banque de Réserve d'Afrique du Sud, Pretoria, Afrique du Sud)

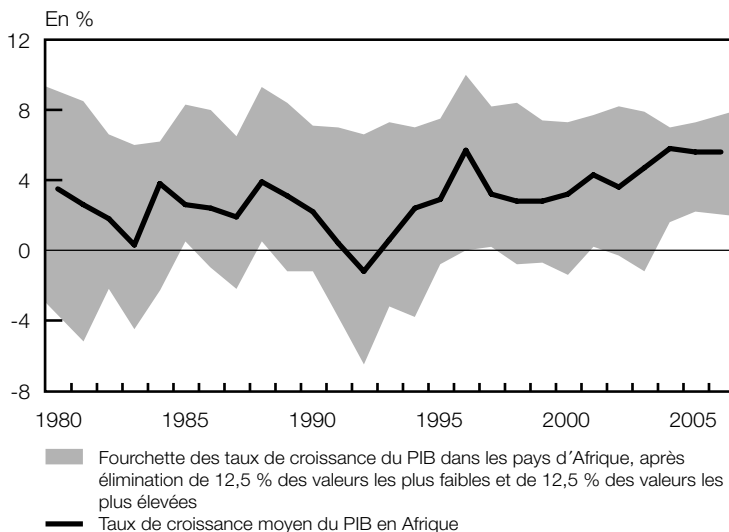
Introduction

L'économie mondiale continue d'afficher de solides résultats, grâce à une croissance soutenue des économies émergentes et pays en développement, Chine et Inde particulièrement. L'expansion du PIB réel en Afrique s'est établie à 5,6 % en 2006 (annexe A), dépassant 5 % pour la troisième année consécutive. Toutefois, les récentes turbulences sur les marchés financiers mondiaux qui ont fait suite à la crise du marché hypothécaire de moindre qualité aux États-Unis ont intensifié les risques de ralentissement conjoncturel, et la prévision de croissance mondiale du FMI pour 2008 a été revue à la baisse de presque ½ point de pourcentage (FMI, 2007a: 8). Toute évolution défavorable de l'économie mondiale peut avoir d'importantes répercussions économiques en Afrique, par le biais d'une baisse de la demande de produits de base, par exemple.

Croissance économique en Afrique

Les taux de croissance ont non seulement augmenté sur longue période, ils ont aussi convergé sur l'ensemble du continent (graphique 1). La récente amélioration de la

Graphique 1 Croissance du PIB réel en Afrique



Sources : FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale* (octobre 2007) ; calculs SARB.

croissance en Afrique s'explique notamment par la vigueur de la demande mondiale de produits de base (combustibles et autres), le niveau élevé des cours des produits de base, les politiques macroéconomiques saines menées dans plusieurs pays africains, un allègement de la dette, l'augmentation des entrées de capitaux et l'accroissement de la production agricole dans nombre de pays, grâce à des conditions météorologiques favorables. Ces deux dernières années, la croissance du PIB réel a avoisiné ou dépassé 6 % dans les pays africains exportateurs de pétrole et a été légèrement inférieure, autour de 5 %, dans les pays importateurs (FMI, 2007a: 96).

Si les perspectives économiques¹ restent incertaines en Afrique en raison des importantes perturbations sur les marchés financiers mondiaux, la croissance devrait tout de même s'améliorer modérément, pour atteindre 5,7 % en 2007 et passer à 6,5 % en 2008 (tableau 1), notamment sous l'effet de la mise en exploitation de nouvelles installations de production pétrolière dans des pays exportateurs de pétrole tels l'Angola et le Nigéria. Plusieurs autres pays devraient également afficher de bons résultats en 2008. Toutefois, malgré le dynamisme de l'activité ces dernières années, les progrès² sur la voie de la réalisation des Objectifs du Millénaire pour le développement en Afrique subsaharienne restent très lents (ONU, 2007a: 1).

Tableau 1 Indicateurs macroéconomiques

	Croissance du PIB réel ¹			Hausse de l'IPC ^{2,3}			Solde des paiements courants ⁴		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Afrique.....	5,6	5,7	6,5	6,3	6,6	6,0	3,1	0,0	0,6
Afrique du Nord									
Algérie	3,6	4,8	5,2	2,5	4,5	4,3	25,6	19,4	18,4
Maroc.....	8,0	2,5	5,9	3,3	2,5	2,0	3,4	0,7	0,2
Afrique de l'Ouest									
Ghana	6,2	6,3	6,9	10,9	9,4	8,8	-9,7	-9,7	-7,7
Nigéria.....	5,6	4,3	8,0	8,3	5,3	7,4	12,2	1,8	6,0
Afrique centrale									
Cameroun	3,8	3,8	5,3	5,1	2,0	2,7	-0,7	-1,5	-3,1
Congo, Rép. dém. du.....	5,1	6,5	8,4	13,2	17,5	8,8	-7,5	-8,1	-10,9
Afrique de l'Est									
Kenya.....	6,1	6,4	6,5	14,5	6,9	7,2	-2,4	-3,7	-5,1
Ouganda	5,4	6,2	6,5	6,6	7,5	5,1	-4,1	-2,4	-6,3
Afrique australe									
Afrique du Sud	5,0	4,7	4,2	4,7	6,6	6,2	-6,5	-6,7	-6,4
Botswana	2,6	5,0	5,2	11,6	7,0	7,0	19,3	20,6	10,0

1 Variation annuelle, en %.

2 En %.

3 Hors Zimbabwe.

4 En % du PIB.

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* (octobre 2007).

Depuis 2002, la plupart des pays d'Afrique bénéficient du renchérissement des produits de base. Entre janvier 2002 et septembre 2007, l'indice des prix des produits de base (combustibles et autres) du FMI a gagné 213 % (tableau 2), grâce essentiellement à la forte progression des prix de l'énergie (+280 %). L'Angola, la Guinée équatoriale, la Mauritanie et le Tchad ont su tirer parti de l'explosion de la demande mondiale de pétrole. Sur la même période, les produits de base non combustibles (denrées alimentaires, boissons, matières premières agricoles et métaux) se sont appréciés d'environ 121 %. Les prix des boissons, denrées alimentaires et matières premières agricoles ont augmenté respectivement de 84 %, 73 % et 39 %. Les cours des métaux ont affiché une hausse de 250 %, qui a profité à l'Afrique du Sud, au Mozambique, à la Namibie et à la Zambie. Sur les neuf premiers mois de 2007, l'indice des prix des produits de base non combustibles du FMI a progressé de 19 % par rapport à la même période de l'an passé (tableau 2). Cette forte hausse est, pour l'essentiel, imputable aux métaux, mais certaines denrées alimentaires se sont notablement appréciées aussi (le prix du maïs a augmenté de 46 % durant cette période et le prix des fèves et de l'huile de soja de presque 40 %).

Tableau 2 Cours mondiaux des principaux produits de base, 2000–2007
(Variation, en %, par rapport à l'année précédente)

Catégorie/produit (% du total)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 ¹	2002– 2007 ²
Non-combustibles (52,2).....	-4,9	1,7	6,9	18,5	10,3	28,4	18,5	120,5
Alimentation (21,7).....	0,2	3,4	5,2	14,2	-0,3	9,9	12,2	72,7
Blé (5,4).....	11,2	17,1	-1,6	7,3	-2,8	25,8	21,4	160,6
Maïs (3,0).....	1,6	10,9	5,9	6,3	-12,0	23,6	45,5	74,0
Fèves de soja (2,8).....	-7,8	11,9	23,5	18,6	-19,4	-2,5	38,5	148,3
Huile de soja (2,1).....	-1,4	18,1	22,1	18,0	-16,0	11,2	39,5	117,1
Boissons (3,1).....	-16,1	16,5	4,9	3,0	21,0	6,3	9,5	83,6
Café (2,7).....	-27,2	-2,5	6,1	25,0	42,8	-0,3	7,4	123,3
Matières premières agricoles (11,3)	-4,9	1,8	3,7	5,5	1,6	10,1	6,6	39,1
Métaux (16,1).....	-9,8	-2,8	12,2	36,1	26,4	56,5	27,3	250,0
Énergie (47,8).....	-11,5	-0,6	16,8	31,1	38,7	19,3	-1,0	280,4
Total (100,0).....	-9,1	0,3	13,0	26,6	29,2	21,9	5,3	213,2

1 Variation en % sur les neuf premiers mois de 2007 par rapport à la même période de 2006.

2 Variation en % entre janvier 2002 et septembre 2007.

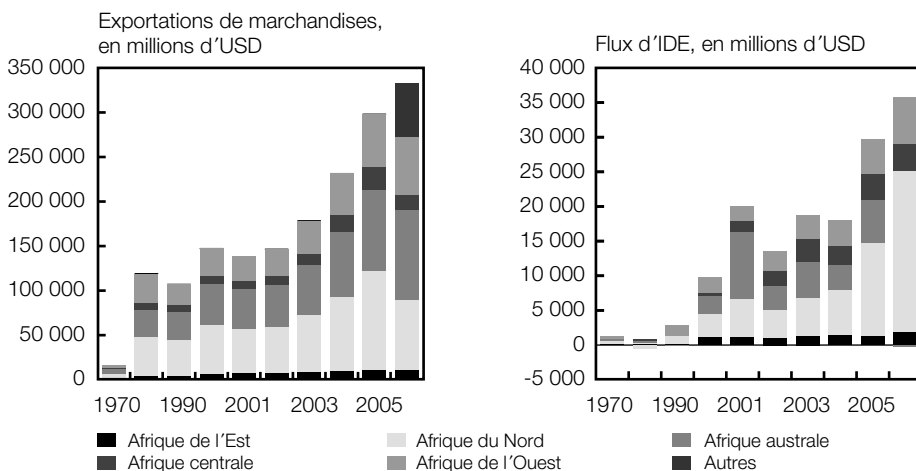
Source : FMI, *Primary Commodity Prices* (2007).

De nombreux pays d'Afrique – les exportateurs de pétrole et de minéraux surtout – ont enregistré une amélioration des termes de l'échange depuis l'explosion des prix des produits de base. Les régions riches en pétrole (Afrique du Nord, Afrique de l'Ouest et Afrique centrale) se sont particulièrement illustrées, tandis que l'Afrique orientale et l'Afrique australe ont affiché des résultats mitigés (CNUCED 2007: 12). L'évolution positive des termes de l'échange a contribué à l'amélioration des soldes budgétaires et extérieurs de

nombreux pays. Le solde budgétaire des administrations centrales est devenu en moyenne positif en 2005 ; il est passé à 3,8 % du PIB en 2006 pour l'ensemble du continent, mais devrait retomber à 0,7 % en 2007 (FMI, 2007b: 13). En 2006, douze pays d'Afrique subsaharienne ont enregistré un excédent global (hors dons) du budget de leurs administrations centrales, contre seulement dix l'année précédente. Le solde courant s'est amélioré dans vingt-cinq économies d'Afrique, et sept ont affiché un excédent supérieur à 5 %. Les principaux pays producteurs de pétrole – Algérie, Angola et Gabon – ont enregistré un excédent de respectivement 25,6 %, 23,3 % et 19,7 %.

La part de l'Afrique dans les exportations mondiales, qui est tombée de 5,9 % en 1980 à 2,0 % en 1998, a cessé de diminuer grâce à un essor des produits de base et est passée à 2,8 % en 2006. Le recul sur longue période de la part de l'Afrique subsaharienne dans le commerce mondial est attribué à plusieurs facteurs : barrières commerciales, instabilité macroéconomique, structures de coûts peu concurrentielles, petite taille des marchés intérieurs et niveau élevé des coûts indirects, notamment pour les opérations portuaires et douanières ainsi que le fret intérieur (FMI, 2007c: 38). La distribution des exportations entre pays d'Afrique s'explique, en grande partie, par la répartition des ressources, lesquelles sont concentrées dans un très petit nombre de pays. Ainsi, en Afrique du Nord, l'Algérie, l'Égypte et la Libye se partageaient quelque 77 % des exportations en 2005, tandis qu'en Afrique australe, l'Afrique du Sud et l'Angola se partageaient environ 84 % en 2005, et 83 % en 2006. Enfin, en Afrique de l'Ouest, la part du Nigéria dans les exportations était de 73 % en 2006 (graphique 2).

Graphique 2 Exportations de marchandises et flux d'IDE en Afrique, 1970–2006



Source : CNUCED, *Manuel de Statistiques* et base de données sur les investissements étrangers directs.

Les exportations de l'Afrique sont aussi très concentrées en termes de débouchés. Les pays développés (Union européenne, États-Unis et Japon, surtout) en sont les principaux destinataires. La part des économies en développement s'est toutefois accrue depuis une quinzaine d'années. Ainsi, l'Afrique subsaharienne a plus que doublé ses exportations vers ces économies depuis 1990. Les exportations de la région subsaharienne sont, pour 25 %, destinées à l'Asie, qui montre un appétit croissant pour les ressources naturelles. Les relations commerciales avec la Chine, en particulier, se sont nettement intensifiées depuis 1990. Ainsi, entre 2000 et 2005, les exportations vers la Chine sont passées d'environ USD 5 milliards à USD 19 milliards. Les échanges intrarégionaux, quant à eux, ne représentent toutefois que quelque 10 % des exportations de l'Afrique subsaharienne, une part restée relativement stable ces dernières années (FMI, 2007c: 39).

Entrées de capitaux en Afrique

Ces trois ou quatre dernières années, plusieurs pays d'Afrique ont reçu de gros volumes de capitaux privés, les réserves s'accumulant au rythme d'USD 40–50 milliards par an. Les interventions répétées visant à résister à la pression à la hausse sur le change ont placé plusieurs banques centrales devant des choix délicats.

- Une première question est de déterminer jusqu'où la banque centrale devrait permettre au change de s'apprécier sous l'effet des entrées de capitaux (résultant, dans certains cas, d'un excédent courant généré par la cherté des produits de base). Les cours de change réels se sont appréciés dans plusieurs pays d'Afrique (annexe B).
- Une deuxième question est de décider du degré de stérilisation à appliquer à la contrepartie monétaire intérieure des interventions de change.
- Une troisième série de questions a trait au choix des méthodes de stérilisation : instruments de marché (vente de bons du Trésor, par exemple) ou hors marché (augmentation des coefficients de réserves obligatoires) ; échéance des instruments de dette utilisés aux fins de la stérilisation ; et titres d'État ou titres de banque centrale³.

Investissement direct étranger

Le total des entrées d'investissement direct étranger (IDE) en Afrique a plus que doublé entre 2002 et 2006, passant d'USD 13,6 milliards au niveau record d'USD 35,5 milliards (graphique 2). La part de l'Afrique⁴ dans l'IDE mondial a diminué toutefois, étant retombée de 4,6 % dans les années 1970 à 1,6 % dans les années 1990, avant de repartir en légère hausse ces dernières années, pour s'établir à 2,7 % en 2006. Cette remontée récente tient à trois facteurs : gestion macroéconomique prudente, hausse des bénéfices des entreprises et cherté des produits de base.

Les flux d'IDE vers le continent sont très concentrés : ainsi, l'Égypte, le Maroc, le Nigéria, le Soudan et la Tunisie en ont reçu plus de 70 % en 2006, trois de ces pays (Égypte, Nigéria et Soudan) en recevant plus de la moitié (annexe C). Les entrées d'IDE sont, toutefois,

restées inférieures à USD 200 millions dans trente et un pays d'Afrique qui correspondent, pour l'essentiel, à la liste des *Pays les moins développés* dressée par l'ONU (tableau 3). L'Afrique australe a enregistré des entrées d'IDE négatives en 2006, en raison de l'acquisition, par une entreprise locale, d'une partie du capital d'une société d'extraction aurifère sud-africaine ainsi que du rachat d'importants projets pétroliers en Angola (ONU, 2007c: 38). Selon des estimations plus récentes (FMI, 2007a: 238), entre 2006 et 2007, les flux nets d'IDE en Afrique sont passés d'USD 20,4 milliards à USD 27,1 milliards.

Tableau 3 Flux d'IDE par pays, 2006

Montant	Entrées	Sorties
Plus d'USD 3,0 milliards	Égypte, Nigéria, Soudan et Tunisie	Afrique du Sud
USD 2,0–2,9 milliards	Maroc	
USD 1,0–1,9 milliard	Algérie, Jamahiriya arabe libyenne et Guinée équatoriale	
USD 0,5–0,9 milliard	Tchad	
USD 0,2–0,4 milliard	Burundi, Botswana, Cameroun, Congo, Côte d'Ivoire, Éthiopie, Gabon, Ghana, Madagascar, Namibie, Ouganda, Tanzanie et Zambie	Libéria, Maroc et Nigéria
Moins d'USD 0,2 milliard	Afrique du Sud, Angola, Bénin, Burkina Faso, Cap-Vert, Comores, Djibouti, Érythrée, Gambie, Guinée, Guinée-Bissau, Kenya, Lesotho, Libéria, Malawi, Mali, Maurice, Mauritanie, Mozambique, Niger, République centrafricaine, République démocratique du Congo, Rwanda, São Tomé-et-Principe, Sénégal, Seychelles, Sierra Leone, Somalie, Swaziland, Togo et Zimbabwe	Algérie, Angola, Bénin, Botswana, Burkina Faso, Cap-Vert, Congo, Côte d'Ivoire, Égypte, Gabon, Guinée-Bissau, Jamahiriya arabe libyenne, Kenya, Malawi, Mali, Maurice, Mozambique, Namibie, Niger, Sénégal, Seychelles, Sierra Leone, Soudan, Swaziland, Tanzanie, Tunisie, Togo et Zimbabwe

Source : CNUCED, *Rapport sur l'investissement dans le monde, 2007*.

La forte demande de produits de base dans un contexte de prix élevés a attiré d'importants investissements dans le secteur primaire (pétrole et gaz surtout), même si l'IDE a augmenté également dans le secteur des services (essentiellement bancaires). Les fusions et acquisitions transfrontières sont en constante progression ces dernières années, leur valeur totale croissant rapidement, passant d'USD 10,5 milliards en 2005 à USD 17,6 milliards en 2006 (ONU, 2007c: 39). Elles sont le plus souvent concentrées dans le secteur des services

– finance, transport, entreposage et communications, en particulier. Les entreprises transnationales de l'Asie en développement sont de plus en plus présentes en Afrique, étant intervenues pour USD 8,9 milliards du total des fusions–acquisitions réalisées dans la région (ONU, 2007c: 35). Singapour, l'Inde et la Malaisie sont les principales sources asiatiques d'IDE pour l'Afrique, suivies de la Chine (en vive progression depuis quelques années), de la République de Corée et de Taïwan, province de Chine.

Investissements de portefeuille

Les flux nets d'investissements de portefeuille vers l'Afrique se sont vivement accrus entre 2001 et 2006, des sorties nettes de près d'USD 8 milliards ayant fait place à des entrées nettes d'USD 17,9 milliards, qui devraient toutefois se réduire à USD 11,7 milliards en 2007 (FMI, 2007a: 238). La forte progression affichée depuis le début de la décennie est assurément en partie attribuable aux réformes macroéconomiques mises en œuvre dans de nombreux pays et à un excédent de liquidités sur les marchés mondiaux. L'amélioration des finances publiques, le niveau élevé des cours des produits de base et une gestion macroéconomique plus prudente ont certainement contribué à la hausse des flux d'investissements de portefeuille destinés à l'Afrique subsaharienne. En outre, l'amélioration de l'accès aux marchés locaux par le biais du système Euroclear a stimulé l'investissement étranger grâce à une diminution des frais de transaction⁵. Les investissements de portefeuille dans la région subsaharienne se sont concentrés sur les pays exportateurs de produits de base ainsi que sur les économies caractérisées par des marchés financiers ouverts et de bonnes perspectives de croissance. Selon le FMI (2007d: 24), les entrées d'investissements de portefeuille au Nigéria au premier semestre 2006 se sont chiffrées à environ USD 1 milliard – soit plus de cinq fois les entrées de capitaux étrangers en 2005. La Zambie a reçu environ USD 250 millions en 2006, tandis que des pays comme la Côte d'Ivoire, le Ghana, le Kenya, l'Ouganda et la Tanzanie ont eux aussi bénéficié d'une amélioration des flux de portefeuille, à un degré moindre cependant. La liquidité reste néanmoins faible sur les marchés financiers d'Afrique, et les investisseurs institutionnels se portent encore essentiellement sur les places boursières d'Afrique du Sud, d'Égypte et du Maroc.

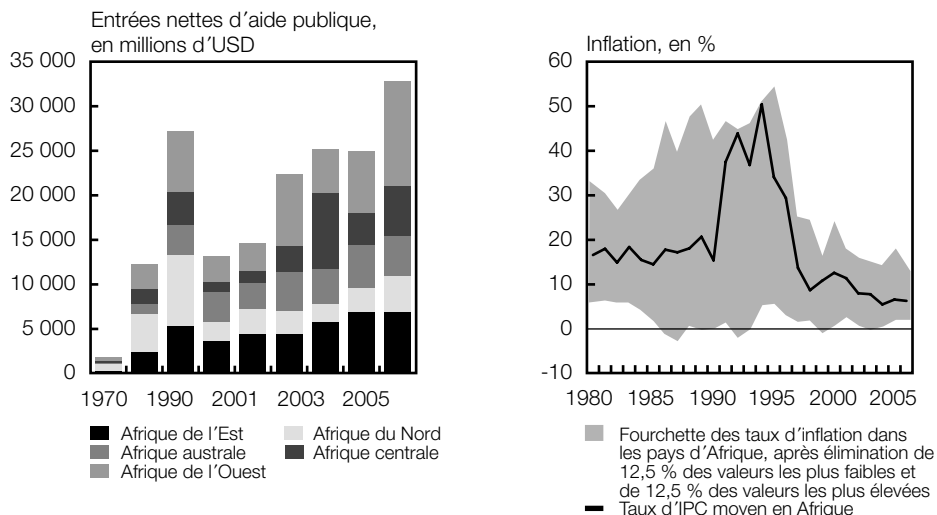
Aide étrangère

Si les pays d'Afrique ont bénéficié d'un accroissement des entrées de capitaux en 2006, de réformes économiques aux effets positifs et d'allègements de dette dans le cadre de l'initiative en faveur des pays pauvres très endettés (PPTe), il leur reste encore à réduire notablement leurs obligations au titre de la dette extérieure. Entre 2005 et 2006, la dette extérieure de l'Afrique est tombée d'USD 295,4 milliards à USD 245,6 milliards et, selon les estimations du FMI (base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2007), elle devrait baisser légèrement encore en 2007, pour revenir à USD 243,5 milliards. Cela veut dire que, en pourcentage du PIB, la dette extérieure totale a reculé de 36,1 % en 2005 à 26,7 % en 2006 ; elle devrait encore décroître à 23,4 % en 2007. Malgré

cette baisse, les obligations de l'Afrique au titre du service de la dette ont augmenté : d'USD 36,2 milliards (4,4 % du PIB) en 2005, elles sont passées à USD 54,1 milliards (5,9 % du PIB) en 2006, en raison de la hausse des taux d'intérêt. Le fardeau de la dette continue ainsi à limiter les dépenses d'investissement public. Toutefois, les obligations au titre du service de la dette devraient se réduire à USD 36,6 milliards (3,5 % du PIB) en 2007 (*ibidem*).

Entre 2000 et 2005, l'aide publique au développement (APD) – allégement de dette exclu – en faveur de l'Afrique est passée d'USD 14,5 milliards à USD 35,1 milliards, en termes nets (graphique 3), mais l'aide par habitant dans les diverses régions est inférieure aux niveaux de 1990, en termes de dollars EU, et n'a quasiment pas évolué ni en Afrique du Nord ni en Afrique australe (Banque mondiale, *Indicateurs de développement dans le monde*).

Graphique 3 Aide publique au développement et inflation en Afrique



Sources : CNUCED, *Manuel de Statistiques en ligne* ; FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale* (octobre 2007) ; calculs SARB.

Évolution des prix à la consommation

Après avoir atteint environ 50 % en 1994, la hausse des prix à la consommation a notablement diminué vers la fin des années 1990, avant de se montrer relativement plus stable et plus synchrone (graphique 3), à quelques exceptions près, ces dernières années. Entre 1994 et 2006, le nombre de pays africains dont le taux d'inflation dépassait 20 % a sensiblement baissé, revenant de vingt-neuf à seulement trois, tandis que le nombre de pays enregistrant un taux inférieur à 5 % a augmenté significativement, passant de cinq à

vingt (tableau 4), ce qui indiquerait une gestion macroéconomique prudente dans de nombreux pays. L'indice des prix à la consommation en Afrique (hors Zimbabwe) est passé de 6,6 % à 6,3 % entre 2005 et 2006, mais devrait remonter à 6,6 % en 2007 (tableau 1). Toutefois, le récent renchérissement des denrées alimentaires a été marqué dans plusieurs pays, dont l'Afrique du Sud, le Lesotho, Madagascar, Maurice, la Namibie, le Nigéria, l'Ouganda, le Swaziland, la Zambie et le Zimbabwe. Compte tenu de la tendance actuelle à la hausse des prix alimentaires dans le monde et du poids important de ceux-ci dans les prix à la consommation de nombreux pays, les tensions inflationnistes vont vraisemblablement rester fortes dans l'immédiat.

Tableau 4 Taux d'inflation, 1994–2006

Fourchette	Nombre de pays			
	1994	2000	2005	2006
< 5 %	5	22	21	20
> 5 % et ≤ 10 %	8	17	14	18
> 10 % et ≤ 20 %	7	4	11	9
> 20 %	29	7	4	3

Sources : FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale* (octobre 2007) ; calculs SARB.

Inflation et prix alimentaires dans les pays d'Afrique

Le prix des denrées alimentaires n'a cessé d'augmenter dans de nombreux pays d'Afrique, notamment : Afrique du Sud, Lesotho, Madagascar, Maurice, Namibie, Nigéria, Ouganda, Swaziland, Zambie et Zimbabwe. Au vu de la tendance à la hausse des prix alimentaires au niveau mondial et du poids important qu'ils représentent dans le panier des prix à la consommation (plus de 40 % dans sept des pays considérés), il est probable que, dans un avenir proche, les tensions inflationnistes restent fortes dans la plupart des pays d'Afrique. Au Kenya, le taux annuel d'inflation a nettement ralenti entre octobre 2006 et avril 2007, revenant de 15,7 % à 5,7 %, grâce à un vif ralentissement de la hausse des prix des denrées alimentaires et des boissons non alcoolisées, tombée de 23,0 % à 5,5 % ; la hausse de ces prix est toutefois remontée à 18,9 % en juillet, en raison d'effets de base et de l'augmentation des prix de certaines denrées de première nécessité comme le pain. Depuis juin 2007, cette composante est d'ailleurs la seule à afficher un taux de progression à deux chiffres.

Au Lesotho, l'augmentation du poids des produits alimentaires et boissons non alcoolisées dans l'indice des prix à la consommation (IPC) a contribué à la montée de tensions inflationnistes. L'inflation des denrées alimentaires sur huit villes, en particulier, s'est inscrite à 15,0 % en août 2007. Cette flambée des prix est avivée par la pénurie de certains aliments, alors que le pays connaît la plus grave sécheresse depuis plusieurs dizaines d'années et que les coûts de production sont en hausse. En août, le prix du pain et des céréales, notamment, a augmenté de 19,4 %, celui des fruits et légumes, de 14,3 %. Au Malawi, en revanche, le taux annuel d'inflation recule depuis mars 2006 ; en août, sa diminution a été plus sensible (à 7,2 %), en raison d'un ralentissement de la hausse des prix de l'alimentation, tombée à 6,6 % (contre 9,7 % en janvier), la récolte de maïs s'avérant exceptionnelle pour la deuxième année consécutive, en partie grâce à la réintroduction de subventions à la production. En Namibie, l'inflation s'accélère depuis le premier trimestre 2006 – passant de 3,6 % en janvier 2006 à 7,2 % en juillet 2007, sous l'influence des denrées alimentaires et des boissons non alcoolisées (+13,7 % en août, contre +9,2 % en janvier 2007). Trois facteurs expliquent cette augmentation des prix alimentaires : hausse de la demande de biocarburants ; accroissement de la demande des économies émergentes ; mauvaises conditions météorologiques¹. En

Tanzanie, le taux annuel d'inflation est retombé de 7 % en janvier 2007 à 5 % en mai, cependant que la hausse du prix des denrées alimentaires ralentissait (de 6,7 % à 2,8 %), en raison des bonnes récoltes et de l'accroissement de l'offre dans l'ensemble du pays. En juillet, toutefois, la hausse des prix alimentaires est remontée à 10,3 %, ce qui a porté le taux annuel d'inflation à 9 %.

Indice des prix ²	01		02		03		04		05		06		07		08		Moy. 01-08
	2006	2007	2007	2007	2007	2007	2007	2007	2007	2007	2007	2007	2007	2007	2007		
Afrique du Sud : Général.....	4,7	6,0	5,7	6,1	7,0	6,9	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	6,7	6,6		
Denrées alimentaires* (26,0)	7,2	8,6	8,0	7,7	8,4	8,7	9,5	10,2	11,1	9,0	10,2	11,1	11,1	11,1	9,0		
Botswana : Général.....	11,6	7,4	7,3	6,5	6,2	6,3	6,5	7,6	7,3	6,9							
Denrées alimentaires* (21,8)	12,5	8,3	8,4	8,3	7,9	8,8	11,5	12,9	12,7	9,9							
Égypte : Général.....	7,6	12,4	12,6	12,8	11,7	10,0	8,5	8,0	8,5	10,6							
Denrées alimentaires* (38,9)	10,1	15,4	15,7	16,7	16,4	12,6	9,6	10,1	12,4	13,6							
Kenya : Général.....	14,5	9,7	6,8	5,9	5,7	6,3	11,1	13,6	12,4	8,9							
Denrées alimentaires* (55,7)	21,0	11,8	7,2	5,7	5,5	6,7	15,0	18,9	17,2	11,0							
Lesotho : Général (1).....	6,1	6,0	5,6	5,9	8,1	7,6	8,0	8,6	8,7	7,3							
Denrées alimentaires* (38,4)	9,5	10,9	10,2	11,1	15,5	13,6	14,1	15,1	15,0	13,2							
Madagascar : Général.....	10,8	10,8	13,5	14,5	13,9	11,7	10,0	8,8	8,5	11,5							
Denrées alimentaires* (50,1)	4,3	9,3	14,8	17,2	17,0	15,5	13,8	13,9	13,9	14,4							
Malawi : Général.....	14,0	9,6	9,2	8,6	8,4	7,9	7,7	7,4	7,2	8,3							
Denrées alimentaires* (58,1)	15,6	9,7	9,1	8,3	7,9	7,2	6,8	6,7	6,6	7,8							
Maurice : Général.....	8,9	8,8	9,2	9,6	10,9	11,1	10,0	8,2	7,9	n.d.							
Denrées alimentaires* (29,9)	10,0	12,5	13,6	15,4	17,9	19,2	19,9	n.d.	n.d.	n.d.							
Mozambique : Général.....	13,3	8,2	5,4	4,9	6,0	8,3	8,4	9,1	9,9	n.d.							
Denrées alimentaires* (63,0)	n.d.	16,9	16,5	12,6	11,9	10,9	10,1	n.d.	n.d.	n.d.							
Namibie : Général.....	5,1	6,0	6,0	6,3	6,9	7,1	7,0	7,2	6,8	6,7							
Denrées alimentaires* (29,0)	6,5	9,2	9,7	10,2	11,8	12,2	12,0	13,4	13,7	11,5							
Nigéria : Général.....	8,4	8,0	7,1	5,2	4,2	4,6	6,4	4,8	4,2	5,6							
Denrées alimentaires* (63,8)	5,9	-0,1	3,3	1,7	2,1	2,4	3,2	1,1	-1,2	1,6							
Ouganda : Général.....	7,5	9,2	8,3	5,6	6,1	4,8	6,1	5,3	4,3	6,2							
Denrées alimentaires* (27,2)	0,2	9,6	7,3	7,0	14,4	13,9	10,5	3,6	-0,3	8,3							
Swaziland : Général.....	5,3	4,9	6,0	6,0	8,4	8,0	8,3	8,9	8,6	7,4							
Denrées alimentaires* (24,5)	14,6	12,8	13,5	13,7	20,4	17,1	18,7	17,2	18,9	16,5							
Tanzanie : Général.....	6,2	7,0	7,3	7,2	6,1	5,0	5,9	9,0	7,8	6,9							
Denrées alimentaires* (55,9)	8,0	6,7	6,2	6,1	4,8	2,8	4,6	10,3	9,2	6,3							
Zambie : Général.....	9,1	9,8	12,6	12,7	12,4	11,8	11,1	11,2	10,7	11,5							
Denrées alimentaires* (57,1)	5,1	1,0	4,2	4,9	5,5	5,7	4,8	6,7	7,9	5,1							
Zimbabwe : Général.....	1034	1594	1730	2200	3714	4530	7251	7635	6593	4406							
Denrées alimentaires* (33,0)	1042	1456	1825	2334	3909	5512	8795	8624	7908	5045							

* Entre parenthèses : pondération des denrées alimentaires dans l'indice général des prix.

1 Banque de Namibie, Exposé de la politique monétaire, octobre 2007.

2 Offices statistiques nationaux et banques centrales.

Conclusion

La croissance économique mondiale devrait quelque peu ralentir à court terme, mais les prévisions restent incertaines en raison des récentes turbulences sur les marchés financiers. Un ralentissement mondial pourrait peser sur les exportations africaines. Toutefois, un défi plus immédiat pour la politique monétaire de nombreux pays d'Afrique concerne la maîtrise des tensions inflationnistes, compte tenu du renchérissement des denrées alimentaires et de l'énergie.

Notes

- 1 FMI, Perspectives de l'économie mondiale (octobre 2007).
- 2 En 2006, seuls neuf des pays d'Afrique subsaharienne ont enregistré un taux de croissance supérieur à 7 %, taux requis pour satisfaire à l'un des Objectifs du Millénaire pour le développement, à savoir la réduction de moitié de la pauvreté d'ici à 2015.
- 3 Toutes ces questions ont été examinées lors de la précédente réunion des gouverneurs africains : voir BRI, Les banques centrales et le défi du développement, pp. 33–41. (<http://www.bis.org/events/cbcd06.htm>)
- 4 Les calculs ont été effectués à partir des données tirées de la base de données de la CNUCED sur les investissements étrangers directs.
- 5 Euroclear est le plus grand système mondial de compensation et de règlement pour les transactions sur titres. En 2006, il a accepté sept nouvelles monnaies de la région (FMI, Global Financial Stability, 2007). La Banque africaine de développement (BAfD) a émis plusieurs obligations libellées dans ces monnaies, en vue de favoriser le développement des marchés financiers locaux. En janvier 2007, la BAfD a lancé une émission en nairas nigériens pour un montant d'USD 100 millions, dont le règlement est effectué par Euroclear (Business in Africa Online, 2007).

Bibliographie

Banque mondiale. 2005. *Rapport de suivi mondial*. Washington, Banque mondiale.

Banque mondiale. 2007. *Global Development Finance*. Washington, Banque mondiale.

Banque mondiale. 2007. *World Development Indicators*. Washington, Banque mondiale.

Banque des Règlements Internationaux. 2007. *Rapport trimestriel BRI*, Bâle, BRI, septembre.

Business in Africa Online. 2007. *AfDB launches \$100mn Nigerian bond*. http://www.businessin africa.net/news/west_africa/596430.htm (consulté le 15 octobre 2007).

Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement. 2007. Base de données sur les investissements étrangers directs (FDI). New York, CNUCED, octobre.

Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement. 2007. *Manuel de Statistiques en ligne*, New York, CNUCED, octobre.

Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement. 2007. *Rapport sur le Commerce et le Développement*. New York, CNUCED.

Fonds monétaire international. 2007a. *Perspectives de l'économie mondiale*, Washington, FMI, octobre.

Fonds monétaire international. 2007b. *Perspectives de l'économie mondiale : annexe statistique, partie B*, Washington, FMI, octobre.

Fonds monétaire international. 2007c. *Perspectives de l'économie régionale : l'Afrique subsaharienne*, Washington, FMI, avril.

Fonds monétaire international. 2007d. *Rapport sur la stabilité financière mondiale*, Washington, FMI, avril.

Fonds monétaire international. 2007e. *Primary Commodity Prices* (Cours des principaux produits de base), Washington, FMI, octobre.

Fonds monétaire international. 2007f. *Perspectives de l'économie régionale : l'Afrique subsaharienne*, Washington, FMI, octobre.

Fonds monétaire international. 2007g. Base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*, Washington, FMI, octobre.

Fonds monétaire international. 2007h. *Perspectives de l'économie mondiale*, Washington, FMI, avril.

Nations Unies. 2006. *Rapport sur l'investissement dans le monde. L'IED en provenance des pays en développement ou en transition : incidences sur le développement*. New York, Nations Unies, octobre.

Nations Unies. 2007a. *L'Afrique et les Objectifs du Millénaire pour le développement – Le point en 2007*. New York, Nations Unies, juin.

Nations Unies. 2007b. *Objectifs du Millénaire pour le développement, rapport 2007*. New York, Nations Unies.

Nations Unies. 2007c. *Rapport sur l'investissement dans le monde. Sociétés transnationales, industries extractives et développement*. New York, Nations Unies.

Annexe A Croissance de la production, prix à la consommation et paiements courants

Régions/pays	Croissance du PIB réel ¹			Hausse de l'IPC ^{2,3}			Paiements courants ⁴		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Monde	5,4	5,2	4,8	3,6	3,9	3,6			
Économies avancées	2,9	2,5	2,2	2,3	2,1	2,0	-1,4	-1,3	-1,4
États-Unis	2,9	1,9	1,9	3,2	2,7	2,3	-6,2	-5,7	-5,5
Japon	2,2	2,0	1,7	0,3	0,0	0,5	3,9	4,5	4,3
Zone euro	2,8	2,5	2,1	2,2	2,0	2,0	0,0	-0,2	-0,4
Allemagne.....	2,9	2,4	2,0	1,8	2,1	1,8	5,0	5,4	5,1
France	2,0	1,9	2,0	1,9	1,6	1,8	-1,2	-1,6	-1,8
Italie.....	1,9	1,7	1,3	2,2	1,9	1,9	-2,4	-2,3	-2,2
Économies émergentes et pays en développement	8,1	8,1	7,4	5,1	5,9	5,3	4,8	4,0	3,7
Asie en développement	9,8	9,8	8,8	4,0	5,3	4,4	5,9	6,9	7,0
Chine.....	11,1	11,5	10,0	1,5	4,5	3,9	9,4	11,7	12,2
Inde.....	9,7	8,9	8,4	6,1	6,2	4,4	-1,1	-2,1	-2,6
Amérique latine	5,5	5,0	4,3	5,4	5,3	5,8	1,5	0,6	0,0
Europe centrale et orientale ...	6,3	5,8	5,2	5,0	5,1	4,1	-6,6	-7,3	-7,5
Afrique	5,6	5,7	6,5	6,3	6,6	6,0	3,1	0,0	0,6
Afrique du Nord									
Algérie	3,6	4,8	5,2	2,5	4,5	4,3	25,6	19,4	18,4
Maroc	8,0	2,5	5,9	3,3	2,5	2,0	3,4	0,7	0,2
Soudan.....	11,8	11,2	10,7	7,2	8,0	6,5	-14,7	-10,7	-8,5
Afrique de l'Ouest									
Côte d'Ivoire	0,9	1,7	3,8	2,5	2,5	3,0	3,0	2,6	1,3
Ghana.....	6,2	6,3	6,9	10,9	9,4	8,8	-9,7	-9,7	-7,7
Nigéria.....	5,6	4,3	8,0	8,3	5,3	7,4	12,2	1,8	6,0
Afrique centrale									
Cameroun	3,8	3,8	5,3	5,1	2,0	2,7	-0,7	-1,5	-3,1
Congo, Rép. dém. du.....	5,1	6,5	8,4	13,2	17,5	8,8	-7,5	-8,1	-10,9
Afrique de l'Est									
Éthiopie	9,0	10,5	9,6	12,3	17,8	15,9	-10,4	-5,9	-3,0
Kenya	6,1	6,4	6,5	14,5	6,9	7,2	-2,4	-3,7	-5,1
Maurice.....	3,5	4,7	4,7	5,5	10,7	7,5	-5,3	-8,8	-7,6
Ouganda.....	5,4	6,2	6,5	6,6	7,5	5,1	-4,1	-2,4	-6,3
Tanzanie.....	6,2	7,1	7,5	7,3	5,6	5,0	-8,6	-10,6	-10,8
Afrique australe									
Afrique du Sud.....	5,0	4,7	4,2	4,7	6,6	6,2	-6,5	-6,7	-6,4
Botswana	2,6	5,0	5,2	11,6	7,0	7,0	19,3	20,6	10,0
Lesotho	7,2	4,9	5,2	6,1	6,6	6,4	4,4	1,6	0,7
Namibie	4,6	4,8	4,6	5,1	6,3	5,9	15,0	18,5	12,8
Swaziland	2,1	1,0	1,0	5,3	6,8	6,3	1,6	0,2	-1,1
Zambie	5,9	6,0	6,2	9,1	11,3	5,7	0,5	-0,5	-2,0
<i>Importateurs de pétrole</i>	5,3	4,9	5,3	6,5	6,9	6,0	-3,9	-4,5	-4,1
<i>Exportateurs de pétrole</i>	6,3	7,5	9,1	5,9	6,1	6,0	14,7	7,2	8,9

1 Variation annuelle, en %.

2 En %.

3 Hors Zimbabwe.

4 Solde, en % du PIB.

Source: FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* (octobre 2007).

Annexe B Cours de change réel¹

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Afrique								
Afrique du Sud.....	100	87,97	75,42	99,40	108,35	109,91	105,48	98,66
Algérie	100	103,04	95,18	86,13	86,69	83,30	83,36	81,59
Botswana .....	...	...	...	...	...	...	...	...
Égypte	100	91,05	81,79	65,78	66,23	71,28	73,49	75,13
Ghana.....	100	100,62	99,80	100,46	99,38	109,48	115,92	115,74
Kenya .....	...	...	...	...	...	...	...	...
Maroc	100	95,88	95,57	94,59	93,55	91,83	92,91	92,75
Maurice.....	...	...	...	...	...	...	...	...
Nigéria.....	100	111,12	110,97	102,76	108,39	124,13	133,07	130,48
Ouganda.....	100	97,47	93,49	81,86	84,19	88,60	87,77	91,13
Tanzanie .....	...	...	...	...	...	...	...	...
Zambie	100	112,01	110,92	101,66	107,76	134,70	176,58	147,65
BCEAO.....	...	...	...	...	...	...	...	...
BEAC.....	...	...	...	...	...	...	...	...
Lesotho	100	86,23	77,92	105,13	143,89	132,81	129,41	124,85
Namibie.....	...	...	...	...	...	...	...	...
Swaziland .....	...	...	...	...	...	...	...	...
Amérique latine								
Argentine	100	104,74	44,60	47,71	45,95	45,87	45,23	45,08
Brésil	100	84,76	78,46	76,04	79,40	98,38	110,34	117,52
Chili	100	90,57	88,09	82,61	88,06	93,14	96,97	94,36
Colombie.....	100	96,88	95,26	84,88	92,77	105,30	103,64	115,16
Mexique.....	100	106,99	107,26	95,11	90,81	94,19	94,24	93,40
Pérou.....	100	104,00	103,88	99,94	99,58	99,49	99,19	98,72
Venezuela	100	106,47	83,56	72,16	70,44	69,00	73,38	79,62
Asie								
Chine.....	100	104,76	102,16	95,23	92,41	91,38	92,83	96,33
Corée	100	93,96	98,75	99,56	100,71	112,55	120,59	120,51
Hong-Kong RAS.....	100	101,65	96,98	87,98	82,11	79,91	78,93	75,64
Inde	100	102,43	98,78	98,19	99,77	103,75	102,13	108,45
Indonésie.....	100	94,82	114,67	122,52	116,66	114,77	133,99	135,59
Malaysia.....	100	105,58	105,91	99,89	95,26	95,29	98,81	101,82
Philippines	100	95,42	95,94	87,80	84,59	90,05	100,31	107,59
Singapour.....	100	100,58	98,11	94,42	93,32	92,06	93,94	94,28
Taiwan (Chine)	100	95,83	92,59	86,57	85,30	87,82	84,79	80,19
Thaïlande.....	100	95,40	98,07	96,00	95,47	97,01	105,27	111,86
Pour mémoire :								
États-Unis.....	100	105,78	105,72	99,14	94,69	93,30	92,60	89,88
Royaume-Uni.....	100	97,76	98,35	94,42	98,06	96,05	96,38	99,30
Suède.....	100	91,90	94,60	100,70	101,08	96,54	95,79	96,97
Suisse	100	102,51	106,28	106,80	105,79	103,53	100,62	96,57
Zone euro	100	101,42	105,63	117,99	122,20	119,61	119,03	121,25

1 En termes effectifs ; moyenne sur la période, 2000 = 100 ; une augmentation indique une appréciation.

Sources : FMI ; JPMorgan Chase ; BRI.

Annexe C Entrées d'IDE (USD courants, en millions)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Afrique.....	9685	19979	13571	18677	18018	29648	35544
Afrique du Nord.....	3456	5528	3925	5376	6616	13528	23324
Algérie.....	438	1196	1065	634	882	1081	1795
Égypte.....	1235	510	647	237	2157	5376	10043
Jamahiriya arabe libyenne	141	-113	145	143	357	1038	1734
Maroc.....	471	2875	534	2429	1070	2946	2898
Soudan.....	392	574	713	1349	1511	2305	3541
Tunisie.....	779	486	821	584	639	782	3312
Afrique de l'Ouest.....	2172	2079	2884	3377	3743	4997	6841
Bénin.....	60	44	14	45	64	53	63
Burkina Faso.....	23	6	15	29	14	34	26
Cap-Vert.....	33	17	10	16	20	76	122
Côte d'Ivoire.....	235	273	213	165	283	312	253
Gambie.....	44	35	43	15	49	45	70
Ghana.....	166	89	59	137	139	145	435
Guinée.....	10	2	30	83	98	102	108
Guinée-Bissau.....	1	0	4	4	2	9	42
Libéria.....	21	8	3	372	237	-479	-82
Mali.....	82	122	244	132	101	224	185
Mauritanie.....	40	77	67	102	392	864	-3
Niger.....	8	23	2	11	20	30	20
Nigéria.....	1310	1277	2040	2171	2127	3403	5445
Sénégal.....	63	32	78	52	77	45	58
Sierra Leone.....	39	10	10	9	61	59	43
Togo.....	41	64	53	34	59	77	57
Afrique centrale.....	552	1551	2146	3307	2712	3716	3786
Burundi.....	12	0	0	0	0	1	290
Cameroun.....	159	73	602	383	319	225	309
Congo.....	162	71	131	321	-13	724	344
Congo, Rép. dém. du.....	23	82	117	158	10	-79	180
Gabon.....	-43	-89	39	263	219	321	268
Guinée équatoriale.....	111	941	323	1444	1651	1873	1656
République centrafricaine	1	5	4	19	25	29	24
Rwanda.....	8	4	3	5	8	11	15
Tchad.....	115	460	924	713	495	613	700
Afrique de l'Est.....	1047	1042	1020	1310	1318	1205	1789
Djibouti.....	3	3	4	14	39	22	108
Érythrée.....	28	12	20	22	-8	-3	4
Éthiopie.....	135	349	255	465	545	221	364
Kenya.....	111	5	28	82	46	21	51
Madagascar.....	83	93	61	95	95	86	230
Maurice.....	266	-28	32	63	14	42	105
Ouganda.....	181	151	185	202	222	257	307
Seychelles.....	24	65	48	58	38	86	146
Somalie.....	0	0	0	-1	-5	24	96
Tanzanie.....	216	389	388	308	331	448	377

Annexe C (suite)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Afrique australe	2458	9779	3595	5307	3629	6202	-195
Afrique du Sud.....	888	6789	757	734	799	6251	-323
Angola	879	2146	1672	3505	1449	-1303	-1140
Botswana	57	31	405	419	392	281	274
Lesotho	32	28	27	42	53	57	57
Malawi	40	60	6	7	22	27	30
Mozambique.....	139	255	347	337	245	108	154
Namibie	188	365	182	149	226	348	327
Swaziland	91	29	92	-61	71	-50	36
Zambie	122	72	82	172	364	380	350
Zimbabwe.....	23	4	26	4	9	103	40

Source : CNUCED, base de données FDI/TNC (investissements étrangers directs/sociétés transnationales).

Défis posés aux banques centrales pour le développement des marchés financiers

Sweta Saxena (*Banque des Règlements Internationaux, Bâle, Suisse*)

Introduction

Les marchés interbancaire et monétaire constituent d'importantes sources de liquidité puisqu'ils permettent aux banques et aux détenteurs d'obligations de gérer activement le risque de liquidité, grâce à des positions sur dérivés ou à des réallocations de portefeuilles, par exemple. Le bon fonctionnement du marché monétaire est aussi essentiel pour le développement du marché obligataire, dans la mesure où il tarifie la liquidité par le biais d'une courbe des rendements courts interbancaires. De son côté, le marché des obligations à long terme présente des avantages qui lui sont propres : il fournit aux investisseurs locaux (fonds de pension et compagnies d'assurances, par exemple) des actifs équilibrant leurs engagements à long terme ; il évite la concentration des risques de crédit et d'échéance dans le secteur bancaire ; il offre une source de fonds non inflationniste pour le secteur public (ce qui limite les faiblesses associées à un financement sur le marché monétaire) ; enfin, il permet de réduire les entrées de capitaux à court terme (qui pourraient compromettre le contrôle monétaire et la stabilité du système financier local). Les marchés obligataires à long terme pourraient être particulièrement utiles dans le cas de l'Afrique, où le financement des infrastructures demande un engagement de longue durée que les banques locales ne peuvent assurer.

La présente note décrit les principales caractéristiques des systèmes financiers en Afrique et analyse de quelle manière ils peuvent être développés. Premièrement, le système bancaire de nombreux pays ne fournit qu'une couverture limitée et il est souvent dominé par un petit nombre de banques. Deuxièmement, le manque de développement des marchés des changes pose des problèmes pour les interventions des banques centrales. Troisièmement, si des marchés monétaires existent dans certains pays, ils ne sont encore ni profonds ni liquides. Enfin, la note traite de questions importantes pour le développement des marchés de la dette à long terme.

Banques et système financier

Les banques jouent souvent un rôle crucial dans le développement des marchés financiers. Premièrement, en tant que bailleuses de fonds, elles familiarisent les emprunteurs avec les exigences d'information et la discipline financière qu'ils doivent respecter pour conserver leur solvabilité – condition *sine qua non* pour lever des fonds sur les marchés de la dette. Deuxièmement, les banques constituent dans de nombreux cas une importante demande de titres obligataires. Troisièmement, elles favorisent souvent le lancement de nouveaux instruments financiers en offrant des services d'émission et de prise ferme, ou en améliorant les possibilités de placement ou de couverture. Au fur et à mesure qu'ils se développent, les marchés de la dette peuvent entrer en compétition avec la traditionnelle

fonction d'intermédiation des banques. Cela pourrait toutefois constituer une saine évolution, puisque, comme on le verra, la fourniture de services bancaires est sans doute plus efficace dans un environnement plus concurrentiel. Ainsi, on peut s'attendre à ce qu'un pays ayant un secteur bancaire plus avancé et plus concurrentiel que les autres offre des conditions plus favorables au développement des marchés de la dette et inversement.

De ce point de vue, les pays d'Afrique souffrent d'un désavantage relatif en raison du manque de profondeur et de la forte concentration de leur secteur bancaire¹.

Manque de profondeur. À quelques exceptions près, le ratio actifs détenus par les banques de dépôt/PIB est beaucoup moins élevé dans les pays d'Afrique que sur les marchés émergents d'Amérique latine, d'Asie et d'Europe centrale (tableau 1). Les crédits accordés au secteur privé sont faibles, surtout par rapport à l'Asie. Cette situation reflète à la fois un moindre niveau d'intermédiation financière et la petite taille du secteur privé dans de nombreux pays d'Afrique. Cependant, la plupart des mesures révèlent une augmentation importante de l'intermédiation bancaire (en pourcentage du PIB) en Afrique ces dernières années.

Tableau 1 Indicateurs de la profondeur du marché
En % du PIB

	Actifs bancaires ¹		Crédit bancaire				Actifs de la banque centrale ²	
			Au secteur public		Au secteur privé			
	90-99 ³	00-06 ³	90-99 ³	00-06 ³	90-99 ³	00-06 ³	90-99 ³	00-06 ³
Afrique du Nord ^{4,5}	64	83	30	27	27	39	45	52
Afrique du Sud.....	67	83	5	7	60	69	7	10
Nigéria	17	26	3	6	11	15	27	31
Autres ^{4,6}	24	34	5	9	15	20	37	34
BCEAO ⁷	25	24	3	3	18	17	27	25
BEAC ⁸	16	13	5	2	10	7	10	12
Amérique latine ^{4,9}	59	58	13	22	37	24	22	20
Asie émergente ^{4,10}	88	116	6	14	71	86	30	37
Europe centrale ^{4,11}	36	39	10	8	20	24	26	22

1 Total des actifs intérieurs des banques de dépôt.

2 Total des actifs des banques centrales.

3 Moyenne de la période.

4 Régions : moyennes pondérées sur la base des PIB et PPA de 2000.

5 Algérie, Égypte et Maroc.

6 Ghana, Kenya, Lesotho, Maurice, Namibie, Ouganda, Swaziland, Tanzanie et Zambie.

7 Banque Centrale des États d'Afrique de l'Ouest ; États membres : Bénin, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Guinée-Bissau, Mali, Niger, Sénégal et Togo.

8 Banque des États de l'Afrique Centrale ; États membres : Cameroun, République centrafricaine, République du Congo, Gabon, Guinée équatoriale et Tchad.

9 Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela.

10 Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour et Thaïlande.

11 Hongrie, Pologne, République tchèque et Russie.

Source : FMI.

Une question apparentée est celle du fonctionnement du marché interbancaire, dont un indicateur est l'importance des crédits que les banques s'accordent entre elles afin de satisfaire leurs besoins journaliers de liquidités. Même si tous les pays d'Afrique ne collectent pas systématiquement des données sur l'interbancaire, les chiffres concernant la zone franc CFA révèlent une faible activité. Cela peut signifier que les banques trouvent trop risqué de se prêter de l'argent entre elles, ce qui peut s'expliquer par un manque d'informations sur les contreparties, l'absence de sûretés convenables, des carences des systèmes de paiement ou l'inadéquation d'autres dispositifs structurels. Dans ce contexte, les banques ont tendance à conserver d'importantes réserves (qui leur coûtent cher) pour éviter toute pénurie de liquidités. En outre, l'obligation de détenir un niveau élevé de réserves ou d'actifs liquides risque de décourager encore plus l'activité interbancaire en limitant la disponibilité de réserves excédentaires. De fait, à l'exception de l'Afrique du Sud, où le coefficient de réserves est comparable à celui des pays développés (0 %–3 %), les réserves obligatoires sur les dépôts à vue sont généralement fortes en Afrique (tableau 2).

Tableau 2 Réserves obligatoires¹

	Coefficients de réserves				Rémunération
	Dépôts à vue	Dépôts d'épargne à terme	Dépôts en devises	Autres	
Afrique du Sud	2,50	2,50	2,50	2,50 ²	0,00
Nigéria.....	9,50	9,50	9,50	9,50 ³	4,00 ⁴
Autres ⁵	6,47	4,38	3,40	3,65	0,10

1 À fin 2004, en %. Le coefficient uniforme de réserves s'applique au total des dépôts.

2 Le coefficient uniforme de réserves s'applique au total des passifs.

3 Dépôts de l'État.

4 Les premiers 8 points de pourcentage des réserves obligatoires ne sont pas rémunérés.

5 Moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 2000 des pays suivants : Bénin, Botswana, Burkina Faso, Cameroun, Côte d'Ivoire, Gabon, Ghana, Guinée-Bissau, Guinée équatoriale, Kenya, Lesotho, Mali, Maurice, Namibie, Niger, République centrafricaine, République du Congo, Sénégal, Swaziland, Tanzanie, Tchad, Togo, Ouganda et Zambie.

Source : Magnus Saxegaard, *Excess liquidity and effectiveness of monetary policy: evidence from sub-Saharan Africa*, IMF Working Paper No. WP/06/115, 2006.

Un autre indicateur du manque de développement de l'interbancaire est la volatilité des taux interbancaires courts, qui sont généralement plus stables sur des marchés plus liquides. La volatilité est plus élevée en Afrique que dans les autres économies émergentes (tableau 3).

Forte concentration. Les systèmes bancaires d'Afrique sont fortement concentrés (graphique A1). La proportion moyenne d'actifs détenus par les grands établissements financiers est plus forte que dans les autres économies émergentes, même si elle diminue depuis quelque temps². Un important facteur de concentration est la petite taille du marché,

qui rend nécessaires les économies d'échelle et de gamme. En règle générale, une telle concentration mène à une certaine inefficience, ne pousse pas à l'innovation financière et se traduit par des frais généraux élevés et une marge d'intérêts nette substantielle. Même si la marge d'intérêts nette médiane est en baisse dans la plupart des pays d'Afrique, elle reste supérieure à celle des autres économies émergentes (graphique A2). En outre, malgré des frais généraux importants, les banques d'Afrique sont rentables en raison de la structure non concurrentielle du marché.

Tableau 3 Niveau et volatilité des taux courts¹

	Moyenne			Écart type		
	2001	2005	2006	2001	2005	2006
Afrique du Sud	9,90	7,10	7,70	0,60	0,23	0,73
Nigéria.....	29,40	12,40	12,60	2,85	4,14	1,51
Tanzanie	2,10	5,20	7,90	0,76	1,09	4,06
Chine.....	2,30	2,30	2,30	0,00	0,00	0,13
États-Unis	3,90	3,20	5,00	1,32	0,58	0,33
Inde.....	7,70	5,10	6,40	1,16	0,47	1,12
Mexique	11,00	9,30	7,20	3,93	0,42	0,37

¹ Sur la base des taux interbancaires au jour le jour.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; données nationales.

Un système bancaire concentré ne favorise pas le développement des marchés de la dette. Les banques sont, en outre, plus enclines à s'entendre au cours des adjudications de titres d'État et à conserver les titres jusqu'à l'échéance, entraînant l'illiquidité du marché secondaire.

Marché des changes

Le marché des changes permet aux résidents de lever des fonds sur les marchés étrangers de la dette. Il fournit aussi des instruments de couverture qui peuvent rendre plus accessibles les financements sur les marchés obligataires domestiques à diverses échéances. Sur le marché des changes, la liquidité est normalement assurée par les entrées de devises liées au commerce extérieur et aux flux de capitaux transfrontières. Même lorsque ces entrées sont suffisantes, le fonctionnement du marché peut être entravé par des carences structurelles, un manque d'instruments de couverture ou des épisodes de tensions financières.

Les volumes donnent une idée du niveau de développement du marché des changes (tableau 4). En avril 2007, le volume journalier moyen de devises négociées en Afrique du Sud était d'USD 29 milliards, soit un peu moins qu'en Corée, mais beaucoup plus que dans d'autres économies émergentes, telles que l'Argentine, le Brésil et l'Inde³.

Tableau 4 Volume des transactions de change

	Total des transactions déclarées dans toutes les devises ¹				Variation des réserves officielles/ volume des transactions de change ²			
	1998	2001	2004	2007	1998	2001	2004	2007
Afrique du Sud : rand ...	6,087	11,327	13,656	28,528	0,20	0,01	0,07	0,03
Argentine : peso	2,131	...	0,684	1,107	0,75	...	2,30	5,46
Bésil : real	3,418	5,239	4,344	11,112	2,11	0,49	0,78	2,23
Corée : won	2,288	9,757	21,151	34,047	0,92	0,35	0,71	0,27
Inde : roupie	1,337	2,840	6,066	21,130	1,01	0,64	2,42	0,78
Mexique : peso	6,961	10,086	20,312	39,218	0,45	0,24	0,09	0,01
Thaïlande : baht	2,123	1,859	3,492	6,378	1,35	0,02	0,48	0,82

... = chiffres non disponibles.

1 Volume de transactions dans la monnaie considérée contre toutes les autres devises, corrigé des doubles comptages locaux et transfrontières. Moyenne journalière d'avril, en millions d'USD.

2 Moyenne, en %, sur 12 mois, jusqu'au mois d'avril de l'année indiquée.

Source : BRI, *Triennial central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity*, 2007.

En dehors de l'Afrique du Sud, cependant, les marchés des changes et des dérivés sont peu développés, ce qui est attribuable à plusieurs obstacles de nature structurelle :

- concentration du marché, un petit nombre d'établissements financiers contrôlant la majeure partie des transactions ;
- restrictions limitant la profondeur et l'efficacité du marché des changes, notamment : obligation de remise des devises à la banque centrale ; interdiction aux courtiers de négocier entre eux (ils ne peuvent opérer qu'avec la clientèle) ; limites prudentielles strictes sur les positions ouvertes nettes ;
- lourdeurs administratives et coûts élevés de traitement sur le marché des changes officiel ; transparence insuffisante et rareté des adjudications de devises ; manque de clarté quant aux objectifs des interventions de la banque centrale sur les changes (gestion de la liquidité, lissage des pics de volatilité ou poursuite d'un objectif de change, par exemple).

Le manque de profondeur et d'efficience des marchés des changes pose des problèmes pour les interventions des banques centrales⁴. Même si de nombreux pays sont passés à un régime de change flexible, les interventions de change restent fréquentes dans la plupart des cas. Dans les pays à faible revenu, l'absence de marchés financiers permettant aux entreprises domestiques de couvrir les risques liés aux fluctuations temporaires de cours peut constituer un frein important à l'adoption d'un régime de change flottant⁵. Or les marchés des changes et des dérivés sont plus à même de se développer lorsque le régime de change est relativement libre.

Développement du marché monétaire

Comme nous l'avons noté, le bon fonctionnement du marché monétaire permet aux détenteurs d'obligations de réduire le risque de liquidité en leur donnant accès au marché au comptant. Il contribue également à l'apparition d'une courbe des rendements sur emprunts souverains, les références du marché monétaire pouvant servir de base pour prolonger la courbe des rendements. Lorsque le marché monétaire n'est pas suffisamment développé et que le taux au jour le jour est volatil, les investisseurs encourent un risque de liquidité accru qui limite leur capacité à transformer les échéances. En outre, un marché monétaire qui fonctionne bien incite les banques à gérer activement le risque de ne pas disposer de réserves excédentaires.

La banque centrale peut encourager de diverses façons une gestion plus active du risque de liquidité : en raccourcissant la période de détention des réserves obligatoires ; en exonérant les transactions interbancaires de réserves obligatoires ; en rendant plus coûteux les financements auprès de la banque centrale ; en maintenant chaque jour les réserves excédentaires à un niveau voisin de celui souhaité par les banques.

Exonérer les transactions interbancaires des réserves obligatoires assure aux banques qu'elles pourront acquérir sur le marché monétaire les réserves dont elles ont besoin⁶. Le raccourcissement de la période de détention des réserves obligatoires force les banques à réagir plus activement aux excédents et déficits journaliers de réserves, car elles disposent de moins de jours pendant lesquels les variations des réserves peuvent se compenser. La banque centrale peut concevoir ses facilités de trésorerie de façon à favoriser le développement du marché monétaire. Si l'écart entre le taux de rémunération des dépôts et celui des facilités de crédit est trop faible, les banques commerciales continueront à s'adresser à elle, pas à l'interbancaire, pour gérer leurs besoins de liquidités.

En Afrique, les marchés monétaires se situent à divers stades de développement, selon les indicateurs suivants.

- *Liquidité.* Selon le rapport du CSFM (2007), le marché obligataire sud-africain est l'un des plus liquides au monde⁷. Cependant, il n'existe pas de marché secondaire profond pour les titres de dette dans la plupart des pays d'Afrique.
- *Types d'instruments.* La plupart des pays émettent généralement des bons du Trésor, mais l'Angola et le Botswana n'offrent que des effets de banque centrale.
- *Échéances disponibles.* La mise en place de courbes des rendements fiables, de références tarifaires et d'autres produits financiers de couverture du risque nécessite des obligations à moyen et long terme. Comme le montre le tableau 5, la majeure partie de

la dette en Afrique est à court terme. Les échéances varient pour les titres d'État et effets de banque centrale. Ainsi, des échéances allant jusqu'à 1 an sont disponibles au Botswana, à Madagascar, en Tanzanie et en Zambie, par exemple, alors qu'en Angola, elles ne dépassent pas 182 jours.

- *Flexibilité des taux d'intérêt.* De nombreux pays africains appliquent des limites, explicites ou non, à leurs taux d'intérêt. Même lorsque les taux des titres de dette sont déterminés par adjudication, les plafonds d'intérêt sur d'autres placements – par exemple, taux débiteurs maximums – influent sur le résultat des adjudications et peuvent fausser les calculs risque/rendement des investisseurs. Dans ce contexte, on observe aussi bien des taux déterminés uniquement par le marché (Afrique du Sud) que des taux administrés par la banque centrale (Angola). Dans certains cas, les taux des bons du Trésor ne sont pas complètement déterminés par le marché, car la banque centrale s'est fixé des limites claires et elle est prête à intervenir si nécessaire.
- *Intervenants sur le marché.* Les banques commerciales sont souvent les principales détentrices de titres de dette domestiques, étant donné la pénurie d'autres instruments. Elles ont également tendance à conserver les titres jusqu'à l'échéance, ce qui freine la création d'un marché secondaire. La participation des non-résidents sur les marchés internes de la dette est limitée en raison de restrictions sur les mouvements de capitaux et de limitations administratives⁸. Ainsi, en Tanzanie, les étrangers peuvent investir sur le marché local des actions, mais ils ne peuvent acheter les bons et obligations du Trésor. Au Malawi, les investisseurs étrangers doivent être agréés par la banque centrale pour participer aux émissions primaires sur le marché local. La faiblesse de l'activité d'émission en Afrique signifie que la majeure partie des titres de dette ne sont pas notés. Or, les investisseurs institutionnels ne peuvent normalement pas acquérir de titres non notés. L'absence de gros investisseurs institutionnels complique la mise en œuvre de la politique monétaire, car il arrive fréquemment que les adjudications ne soient pas suffisamment souscrites et que les banques centrales finissent par acheter les titres qui ne trouvent pas preneur⁹.

Lorsque les marchés financiers sont peu actifs, les banques centrales ont beaucoup de mal à stériliser les éventuels excès de liquidité résultant des interventions sur les changes. L'expérience du Mozambique, de l'Ouganda et de la Tanzanie pendant la période de stérilisation intensive de 1999–2000 illustre cette difficulté dans le contexte de l'Afrique¹⁰. L'absence de marché obligataire développé avait alors conduit les autorités monétaires à recourir largement aux instruments à court terme (essentiellement des bons du Trésor à 91 jours). Or, le marché de ces instruments étant étroit, les taux d'intérêt étaient fortement montés, alourdissant le service de la dette dans l'économie.

Si les marchés des bons du Trésor sont assez répandus en Afrique, ils ne sont toujours pas profonds ni liquides, comme l'indique la forte volatilité des taux interbancaires (tableau 3). De

fait, les émissions de titres de dette en monnaie locale sont irrégulières et leur volume faible dans certains pays, ce qui pose problème pour créer des instruments fongibles et liquides et, par conséquent, des émissions de référence.

Marché de la dette à long terme

La dette publique totale est généralement lourde en Afrique, en termes de PIB, par rapport aux autres économies émergentes, surtout pour les pays des groupes « Afrique du Nord » et « Autres, Afrique » (tableau 5). En outre, la proportion de la dette en devises tend à être plus importante que dans la plupart des autres économies émergentes. Cela peut s'expliquer de diverses façons : dépendance à l'égard de financements multilatéraux et bilatéraux à des conditions privilégiées ; faible niveau de développement des marchés domestiques ; plus grande difficulté qu'ailleurs à emprunter dans la monnaie locale.

Tableau 5 Dette publique¹

	Monnaie locale			Devises	Total
	Court terme	Long terme	Total		
Afrique du Nord ²	9,4	27,1	36,6	18,7	55,2
Afrique du Sud	6,7	20,7	27,3	3,2	30,5
Nigéria.....	8,4	6,4	14,8	2,8	17,6
Autres, Afrique ³	7,1	11,5	18,7	25,2	43,9
Amérique latine ⁴	18,5	16,9	35,4	9,6	45,0
Mexique	8,4	11,7	20,1	5,3	25,5
Asie ⁵	12,3	19,7	32,0	0,8	32,8
Chine	17,4	12,3	29,7	0,2	29,9
Inde.....	2,5	32,4	34,9	0,0	34,9
Autres économies émergentes ⁶	4,1	18,8	23,0	6,1	29,1

1 Chiffres de 2006, en % du PIB. Régions : moyenne pondérée des pays cités sur la base des PIB et PPA de 2000.

2 Algérie, Égypte et Maroc.

3 Botswana, Ghana, Kenya, Lesotho, Maurice, Namibie, Ouganda, Swaziland, Tanzanie et Zambie.

4 Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela.

5 Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaysia, Philippines, Singapour, Taïwan (Chine) et Thaïlande.

6 Hongrie, Pologne, République tchèque, Russie et Turquie.

Sources : FMI ; OCDE ; Moody's ; BRI.

Pour résoudre ces problèmes, certains pays ont essayé de développer leur marché obligataire et d'étendre leurs courbes des rendements. Ainsi, le Nigéria a porté sa courbe d'échéances de 2 à 7 ans depuis 2005. Il a introduit, mi-2006, un système de spécialistes en valeurs du Trésor afin de créer un marché secondaire liquide. Les autorités de ce pays ont également fait apparaître des utilisateurs finals locaux du marché secondaire par des

réformes visant à instituer des fonds de pension et d'assurances. Elles ont, en outre, partiellement déréglementé les mouvements de capitaux. Elles ont notamment autorisé les investisseurs étrangers à acheter des obligations d'État d'échéance supérieure ou égale à 1 an, sous réserve qu'ils les conservent pour une durée minimale d'un an. Le Ghana, de son côté, a émis sa première obligation d'État à 5 ans en décembre 2006 et en a ouvert la souscription aux investisseurs étrangers. En octobre 2007, il a lancé un emprunt d'USD 750 millions sous forme d'obligations en dollars à 10 ans, sursouscrit quatre fois.

Ces expériences positives posent la question de savoir ce que les banques centrales (ou les gouvernements) pourraient ou devraient faire pour contribuer à mettre en place un marché obligataire profond et liquide. Il n'y a pas de réponse aisée. D'aucuns pensent que les autorités n'ont besoin de rien faire : les émissions augmentant, la liquidité devrait suivre, à condition qu'aucune restriction ne vienne entraver les transactions des institutions financières. D'autres estiment que les autorités doivent jouer un rôle moteur et, peut-être, poursuivre leurs efforts pendant plusieurs années.

Rôle du gouvernement. Puisque des marchés des bons du Trésor et des obligations bien établis accroissent la possibilité de financer sur le long terme les déficits publics, les gouvernements seraient bien inspirés de contribuer à leur développement. Cela signifie supprimer progressivement les emprunts auprès de la banque centrale et des banques commerciales à des taux inférieurs à ceux du marché et s'engager à financer les déficits sur les marchés financiers à des taux fixés par le marché. L'expansion du marché obligataire peut aussi être renforcée si le gouvernement fournit des informations pertinentes et récentes sur ses finances, son portefeuille de dettes, sa stratégie d'emprunt ainsi que l'activité sur les marchés primaire et secondaire¹¹. L'Afrique du Sud constitue à cet égard un bon exemple puisque, dans ce pays, le Trésor fait régulièrement connaître aux intervenants ses besoins de financement, les dates des adjudications, la structure par échéances de sa dette et les nouveaux instruments utilisés.

Le gouvernement peut jouer un rôle particulièrement important en émettant des obligations pouvant servir de références pour la tarification des titres du secteur privé. Pour cela, il doit concentrer ses émissions sur un nombre relativement limité d'instruments standardisés (pour réduire la fragmentation), tout en émettant sur tout l'éventail des échéances, de façon à établir des courbes de rendements utilisables à des fins de couverture. Les instruments à long terme peuvent aussi permettre d'atténuer le risque de renouvellement des prêts. Il convient également d'être attentif à la taille et à la fréquence des émissions de référence. Ainsi, le gouvernement sud-africain, en 1989, a fusionné plusieurs emprunts de petite taille afin de créer des références pour les échéances 5 ans, 10 ans, 15 ans et 20 ans. L'échéance moyenne des obligations d'État, dans ce pays, est passée de 93 mois en décembre 2003 à 100 mois en juin 2007.

Le gouvernement peut aussi favoriser l'introduction de nouveaux instruments en contribuant à améliorer les connaissances financières des agents économiques, faute de quoi des produits un peu sophistiqués peuvent difficilement être placés. Ainsi, le Ghana, qui avait lancé en 2001 des obligations à 3 ans indexées sur l'inflation, a dû progressivement les retirer du marché en 2005 en raison du faible intérêt suscité. De toute évidence, les investisseurs n'étaient guère satisfaits de la méthode de tarification et doutaient de la crédibilité de l'IPC officiel.

Rôle de la banque centrale. L'une des principales tâches de la banque centrale est de développer le mode de distribution des titres d'État, c'est-à-dire les adjudications. Cela soulève un certain nombre de questions.

Premièrement, qui doit-elle autoriser à participer aux adjudications et quel rôle la banque centrale doit-elle y jouer ? On peut penser que limiter la participation à quelques courtiers risque de réduire la concurrence. Inversement, en autorisant trop de participants, on risque d'accroître les coûts et de fragiliser le rôle de teneurs de marché des spécialistes en valeurs du Trésor.

Deuxièmement, la banque centrale doit-elle répondre elle-même aux adjudications ? L'avis prédominant est qu'il convient d'éviter toute action de la banque centrale qui influe sur le résultat de l'opération. Toutefois, une participation indirecte est sans doute inévitable, étant donné que la banque centrale doit remplacer les titres arrivant à échéance dans son portefeuille. L'idéal serait évidemment que la banque centrale acquière ces titres de manière passive, en tant qu'acheteur résiduel, hors concurrence.

Enfin, est-il important d'établir des courtiers spécialisés pour améliorer la liquidité ? Au Chili, par exemple, les marchés obligataires se sont développés sans ces agents. De même, en Afrique du Sud, au début des années 90, le marché obligataire primaire s'est développé grâce aux adjudications périodiques effectuées par la Banque de Réserve d'Afrique du Sud au nom du gouvernement¹². En revanche, de nombreux autres pays considèrent que les courtiers spécialisés jouent un rôle crucial pour le maintien de la liquidité des marchés. Ils aident souvent la banque centrale à bien appréhender le marché. En outre, les cours acheteur et vendeur qu'ils fournissent sont essentiels pour la mise en place d'un marché secondaire transparent. Ainsi, au Nigéria, le Debt Management Office a instauré en 2006 des courtiers spécialisés ou teneurs de marché pour prendre une part active à l'émission, au placement et à la commercialisation de toutes les obligations (encadré).

Comment a été développé le marché des titres de dette au Nigéria

Jusqu'en 2000, la gestion de la dette souveraine intérieure du Nigéria était répartie entre plusieurs organismes et l'échéance des titres (bons du Trésor) ne dépassait pas 91 jours. Les effets négatifs de cette pratique (manque de cohérence et de stabilité) sur le coût des emprunts publics ont conduit à la création, en 2000, d'un établissement unique chargé de coordonner la gestion de la dette (Debt Management Office, DMO). En octobre 2003, le DMO a instauré le lancement d'obligations de l'État fédéral, qui a eu un triple effet sur les marchés et les investisseurs : restructuration du financement du déficit public par l'allongement (de court à long terme) de la durée des emprunts ; amélioration et extension de la courbe des rendements sur les marchés locaux ; incitation à l'épargne de long terme. Ces obligations étaient vendues aux investisseurs par l'intermédiaire de banques et maisons de réescompte locales agréées. Toutefois, la plupart des investisseurs conservant leurs obligations jusqu'à l'échéance, le marché secondaire était peu actif.

Pour favoriser le développement du marché secondaire, le DMO a mis en place, en août 2006, un réseau d'opérateurs et de teneurs de marché agréés (*primary dealers and market-makers*, PDMM). Ces intervenants, traitant directement avec le DMO lors des adjudications d'obligations, avaient pour rôle de participer activement à l'émission, au placement et à la commercialisation de toutes les obligations, en offrant un cours acheteur et un cours vendeur quelles que soient les conditions de marché. Un marché secondaire efficace des obligations d'État émises par le DMO a ainsi été créé. Jusqu'à présent, le DMO a émis un volume avoisinant NGN 770 milliards (soit USD 6 milliards) et il prévoit d'émettre environ NGN 480 milliards en 2007.

Parmi ces intervenants agréés, Access Bank a joué un rôle déterminant dans la diffusion d'informations sur le marché des obligations d'État. En décembre 2006, cette banque a lancé un indice des obligations souveraines, assis sur le cours des obligations à taux fixe en monnaie locale du gouvernement fédéral assorties d'une échéance résiduelle d'au moins 1 an. Pour figurer à l'indice, les obligations doivent être émises par le DMO et négociées conformément aux règles des PDMM. Par souci de transparence, les données sont fournies par les 15 PDMM agréés. Après élimination des deux cotations les plus basses et des deux plus hautes, considérées comme atypiques, Access Bank établit la moyenne des 11 cotations restantes et calcule sur cette base le cours journalier des obligations d'État. La banque publie en outre dans un journal la cotation de chaque obligation, qui est acceptée par le marché comme indiscutable. Par ailleurs, l'indice peut servir à évaluer la façon dont le marché juge la gestion des affaires ainsi que les résultats économiques du gouvernement. Il peut également être utilisé comme référence pour évaluer les performances des gestionnaires et administrateurs des fonds de pension.

Conclusion

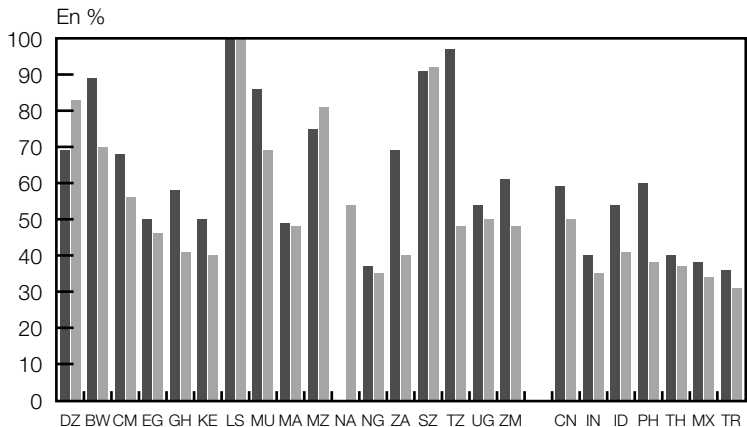
Les systèmes financiers des pays d'Afrique sont à des stades d'évolution très variés. Beaucoup sont insuffisamment développés, dominés par des banques assez peu compétitives et caractérisés par un faible volume d'activité sur les marchés des capitaux. Toutefois, des changements importants se dessinent clairement dans plusieurs économies. La question du rôle de la banque centrale dans l'approfondissement des marchés des capitaux gagnera probablement en importance à l'avenir.

Notes

- 1 *Les implications en termes de développement d'un accès limité aux services financiers en Afrique ont fait l'objet de discussions lors de la précédente réunion des gouverneurs des banques centrales d'Afrique à la BRI. Voir BRI, Les banques centrales et le défi du développement, 2006, pp. 65–77. (<http://www.bis.org/events/cbcd06.htm>)*
- 2 *Il convient cependant de noter qu'une forte concentration du marché n'est pas toujours associée à un manque de concurrence ou d'efficience.*
- 3 *En Afrique du Sud, les transactions de change sont effectuées par 23 « intermédiaires agréés », qui sont essentiellement de grandes banques commerciales et d'affaires. Les contrats à terme et options sur le rand se négocient sur le South African Futures Exchange (SAFEX) de Johannesburg. Depuis mai 1997, ils sont également offerts sur le Chicago Mercantile Exchange (CME) (instruments à 1 mois). Le marché des contrats à terme dollar/rand est liquide jusqu'à 1 an.*
- 4 *Le volume moyen des interventions est faible en Afrique du Sud par rapport aux autres économies émergentes (tableau 4, cadre de droite).*
- 5 *FMI, Sub-Saharan Africa: Financial Sector Challenges, 2006.*
- 6 *L'Inde en apporte la démonstration inverse. Dans ce pays, en 1995, les banques ont essayé de réduire leurs coefficients de réserves obligatoires un vendredi sur deux en éliminant les emprunts interbancaires, ce qui ramenait à 0 % le taux de ces emprunts. La chute de liquidité du marché monétaire et du taux au jour le jour un vendredi sur deux a empêché la mise en place d'une courbe des rendements liquide au-delà de 13 jours.*
- 7 *Selon le même rapport, l'Afrique du Sud est aussi le plus gros émetteur, avec USD 2,1 milliards d'obligations en rands émises sur le marché international. Ce résultat reflète le fait que le rand et l'Afrique du Sud sont perçus comme stables.*
- 8 *Cependant, les étrangers s'intéressent beaucoup à la dette en monnaie locale du Botswana, du Ghana, du Nigéria et de la Zambie. Fin 2005, ils avaient souscrit 18 % du total de la dette négociable du Nigéria et 16 % de celle de la Zambie (FMI, Perspectives économiques régionales : Afrique subsaharienne, 2007).*
- 9 *FMI (2006), op. cit.*
- 10 *Ces questions ont été examinées lors de la précédente réunion des gouverneurs des banques centrales d'Afrique à la BRI. Voir BRI (2006), op. cit., pp. 27–43.*
- 11 *L'un des facteurs ayant précipité la crise mexicaine de 1994/95 a été l'absence d'une information adéquate sur les émissions de titres d'État libellés en dollars EU (tesobonos).*
- 12 *L'infrastructure technique des adjudications est très développée en Afrique du Sud. La Banque de Réserve d'Afrique du Sud publie les appels d'offres pour ses t-bills sur les pages Internet dédiées des agences de presse (notamment Reuters, I-net, Bloomberg) ainsi que sur son propre site.*

Annexe Graphiques A1 et A2

Graphique A1 Concentration bancaire (trois principales banques)



■ 2000 ou 2001

■ 2005 ou 2006

Afin de mieux rendre compte de la situation actuelle, les banques prises en compte sont celles pour lesquelles on dispose du total de l'actif pour l'année 2005 ou 2006. Pour nombre de ces établissements, il manque des données pour l'année 2000 ou 2001.

Afrique :

BW = Botswana

CM = Cameroun

DZ = Algérie

EG = Égypte

GH = Ghana

KE = Kenya

LS = Lesotho

MA = Maroc

MU = Maurice

MZ = Mozambique

NA = Namibie

NG = Nigéria

SZ = Swaziland

TZ = Tanzanie

UG = Ouganda

ZA = Afrique du Sud

ZM = Zambie

Asie émergente :

CN = Chine

ID = Indonésie

IN = Inde

PH = Philippines

TH = Thaïlande

Amérique latine :

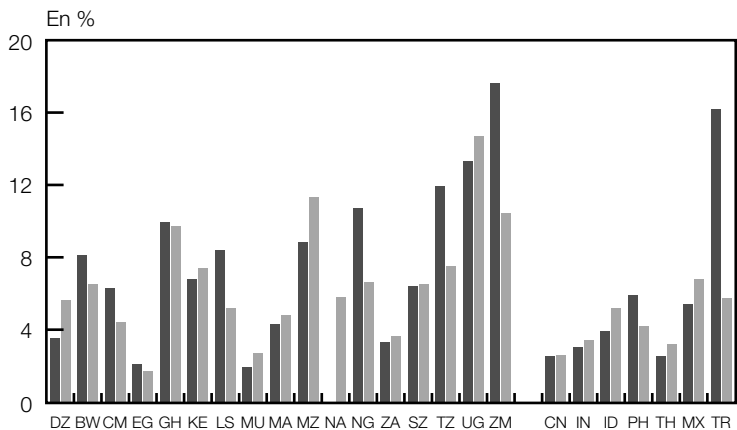
MX = Mexique

Autres économies

émergentes :

TR = Turquie

Graphique A2 Marge d'intérêt nette médiane



■ 2000 ou 2001

■ 2005 ou 2006

Toutes les banques sont prises en compte, y compris celles pour lesquelles on ne dispose pas de données complètes concernant les deux périodes.

Source : Bankscope.

Stratégies envisageables face à l'augmentation des entrées de capitaux

Zelda Blignaut, Logan Rangasamy, Leroi Raputsoane et Jan Swanepoel (Banque de Réserve d'Afrique du Sud, Pretoria, Afrique du Sud)

Introduction

Entre 2005 et 2006, les entrées de capitaux privés en Afrique ont progressé de 37 %, et les réserves, d'un montant record d'USD 55 milliards¹. Toutefois, de nombreux pays restent très dépendants de l'aide étrangère ; pour près d'un quart des pays d'Afrique subsaharienne², l'aide publique au développement (hors allègements de dette) représente plus de 10 % du PIB.

Cependant, les dirigeants africains continuent de devoir faire face à divers problèmes découlant de l'augmentation et de la volatilité des entrées de capitaux. Les politiques monétaire, budgétaire et de change influent grandement sur de tels flux : en particulier, la façon dont elles s'articulent entre elles en détermine l'impact global. La présente note aborde successivement la politique monétaire, les interventions sur le marché des changes et le dosage des politiques monétaire et budgétaire ainsi que les principaux choix stratégiques auxquels les responsables africains sont confrontés.

Politique monétaire, interventions de change et dosage des politiques monétaire et budgétaire

Aperçu des régimes monétaires en Afrique

En Afrique subsaharienne, un nombre croissant de banques centrales ont fait de la stabilité des prix l'objectif premier de leur politique monétaire, pour parvenir à une croissance économique stable et durable. Beaucoup de pays africains ont réussi à réduire l'inflation au cours de la dernière décennie, en partie grâce à une coordination plus étroite entre politique budgétaire et politique monétaire, à l'indépendance de la banque centrale et à des cadres de politique monétaire bien définis.

Il existe de fortes interactions entre le régime de change et les politiques monétaire et budgétaire. En Afrique, les différents régimes de change sont représentés dans toute leur diversité, de la caisse d'émission au flottement indépendant (annexe A), aussi, les entrées de capitaux ne posent-elles pas partout les mêmes défis stratégiques. Toutefois, même si leurs régimes monétaires ont évolué différemment, les pays d'Afrique, dans leur majorité, sont passés d'un système administré à une politique fondée sur le marché, pour de multiples raisons, principalement liées à l'orientation politique, à la doctrine économique ou à des contraintes budgétaires, voire sous l'effet de la mondialisation (Honohan et O'Connell, 1997).

En termes d'incidence sur les résultats macroéconomiques, le régime de change fixe n'est pas supérieur au régime de change flexible, et inversement. D'ailleurs, il n'existe pas de régime de change idéal qui serait applicable à tous les pays, ni même à un pays de façon permanente. Le choix dépend de la nature des chocs auxquels est exposée l'économie nationale ainsi que des particularités structurelles de celle-ci. Il reste que, face à une forte augmentation des entrées de capitaux et au risque de surchauffe, une plus grande flexibilité peut avoir un effet stabilisateur (Aziz et Caramazza, 1998, et BCE, 2003).

Au nombre des zones monétaires dotées d'une *monnaie officielle commune* (comme la zone franc), on compte l'Union économique et monétaire ouest-africaine (UEMOA) et la Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale (CEMAC). Les pays membres de la CEMAC – principalement des producteurs de pétrole – ont vu leurs réserves totales progresser rapidement depuis 1990, et certains ont commencé de déréglementer l'industrie pétrolière afin d'assurer à l'État un afflux plus régulier de réserves. Les réserves découlant de l'activité pétrolière ont eu un effet positif sur les recettes budgétaires et le solde des paiements extérieurs, mais elles ont aussi provoqué une expansion de la monnaie au sens large, les liquidités générées n'ayant été qu'en partie absorbées par les dépôts de l'État auprès de la banque centrale (FMI, 2007b). Dans un système de change fixe, la banque centrale s'engage normalement à acquérir des réserves de change quand des capitaux entrent dans le pays, afin d'assurer un degré adéquat de stabilité du cours de change nominal. Cela peut toutefois se traduire malgré tout, à l'intérieur du pays, par une augmentation de l'offre de monnaie et une accélération de l'inflation, susceptibles d'entraîner une appréciation du change³. Athukorala et Rajapatirana (2003) suggèrent, en pareil cas, de mener des opérations de stérilisation ou d'appliquer d'autres mesures monétaires pour contenir l'appréciation du change.

Quatorze pays africains ont *rattaché* leurs monnaies respectives à *une devise ou à un panier* constitué des devises de leurs principaux partenaires commerciaux ou financiers. Dans un *système de parité glissante* (Botswana), des entrées de capitaux peuvent causer une accélération temporaire de l'inflation, laquelle peut être maîtrisée par des opérations de stérilisation (vente d'obligations), mais au prix d'une augmentation rapide des taux d'intérêt (Buffie *et al.*, 2004). La plupart des pays africains membres du FMI se classent parmi les régimes à *flottement dirigé, sans annonce préalable de la trajectoire du cours de change*. Lorsqu'un pays s'assigne comme objectif le maintien de la stabilité des prix, un flottement étroitement dirigé, avec peu ou pas d'opérations de stérilisation, est préférable pour gérer d'importants flux continus d'aide extérieure (*ibidem*).

Parmi les pays dont le régime de change est classé dans la catégorie *flottement indépendant*, l'Afrique du Sud a adopté un dispositif complet d'objectif d'inflation en février 2000. La Banque du Ghana a officiellement opté pour une stratégie d'objectif d'inflation en mai 2007. Le cadre opérationnel de l'Ouganda repose sur l'offre de monnaie au sens large comme objectif intermédiaire. Ce pays est parvenu à libéraliser son marché des changes

et à mettre en place des opérations d'*open market*, mais a dû faire face aux conséquences d'une augmentation de l'aide extérieure, en termes d'abondance de liquidités et d'appréciation du change. La banque centrale ougandaise a gagné en crédibilité par sa détermination à maintenir la stabilité des prix et par sa capacité à s'affranchir des contraintes liées aux problèmes budgétaires. L'inflation en Ouganda a reculé, revenant des taux à deux chiffres enregistrés depuis 1994 à un taux inférieur à 10 % ; cette tendance s'est accompagnée d'une augmentation rapide des réserves totales. En fait, les réserves totales⁴ ont montré une corrélation négative avec l'inflation en Tanzanie, au Mozambique, en Zambie et en Afrique du Sud depuis 1990.

Le Kenya et le Mozambique font partie des pays bénéficiaires d'un *programme soutenu par le FMI ou autre programme monétaire* prévoyant l'application de politiques monétaire et de change dans un cadre établissant un plancher pour les réserves internationales et un plafond pour les avoirs intérieurs nets de la banque centrale (FMI, 2006a). Le processus de libéralisation engagé par le Kenya a déclenché un afflux de capitaux à court terme de nature spéculative, dû au différentiel de taux d'intérêt. Les autorités, face à la volatilité du change, ont pris des mesures visant à stériliser ces flux, lesquelles se sont révélées insuffisantes. La catégorie *Autres régimes* regroupe des pays n'ayant explicitement déclaré aucun point d'ancrage nominal, mais qui choisissent de conduire leur politique monétaire en suivant divers indicateurs économiques.

Contrôles des mouvements de capitaux, libéralisation et développement des marchés financiers

Depuis les années 1990, la libéralisation des marchés des changes ainsi que les réformes ont fait affluer les capitaux vers un certain nombre de pays africains, exigeant des banques centrales une gestion efficace de ces flux, publics et privés. S'il est vrai que les entrées de capitaux ont une influence positive sur la croissance économique et le niveau des réserves internationales, elles sont également – en raison de leur incidence sur les taux d'intérêt et le change – à l'origine de tensions inflationnistes et peuvent placer les dirigeants devant des choix macroéconomiques délicats. Certains estiment qu'elles provoquent une appréciation du cours de change réel, néfaste pour les perspectives de croissance à long terme⁵. Toutefois, Ouattara et Strobl (2004), notamment, sont d'avis qu'aucun signe ne donne à penser que les pays de la zone franc seraient atteints d'un « mal hollandais » causé par un afflux de capitaux. Ce sont, au contraire, les fondamentaux, dont la consommation publique, les termes de l'échange et l'expansion du crédit intérieur, qui expliquent en grande partie l'appréciation du change et la perte de compétitivité⁶.

En instaurant la convertibilité du compte de capital, les pays s'exposent à des mouvements de flux et de reflux imputables à la spéculation sur la monnaie et à l'origine d'une volatilité du change (Oliver, 2007). Selon Ariyoshi *et al.* (2000), la plupart des pays contrôlent les mouvements internationaux de capitaux pour se prémunir contre les incidences

macroéconomiques d'une augmentation du volume et de la volatilité de ces flux. Les contrôles visent surtout les opérations en capital à court terme, de manière à contrer les mouvements spéculatifs qui compromettent la stabilité du change et épuisent les réserves de change. Bien qu'ils recouvrent tout un ensemble de mesures diversifiées et propres à chaque pays, ces contrôles se classent en deux grandes catégories : contrôles directs, ou administratifs, et contrôles indirects, ou fondés sur le marché. Reste à s'assurer qu'il existe des mécanismes capables de limiter le risque une fois ces contrôles levés.

Les mesures qu'un pays peut prendre pour faire face à des entrées de capitaux dépendent, à bien des égards, de la qualité, de la profondeur et de la diversification de ses marchés financiers. Dans son dernier *Rapport sur la stabilité financière mondiale*, le FMI affirme que le développement des marchés financiers domestiques peut, d'abord, accroître le volume des capitaux acheminés dans les pays émergents (FMI, 2007a: 77) et, en outre, réduire la volatilité de ces flux – ce qui souligne à quel point le degré de développement et la qualité des marchés financiers domestiques peuvent appuyer les stratégies mises en place pour s'attaquer aux effets des entrées de capitaux. En l'absence de marchés domestiques suffisamment développés, les préoccupations liées à l'effet combiné d'une hausse du prix des actifs et d'une concentration des nouveaux crédits sur certains organismes ou secteurs peuvent poser de délicats problèmes de stratégie (*op. cit.* 87). La disparité de développement des marchés financiers domestiques en Afrique, en termes de profondeur et de diversification, fait que les options à la disposition des autorités pour gérer les entrées de capitaux sont très différentes selon les pays⁷. Partant d'une enquête sur le secteur financier, Gelbard et Leite (1999) montrent que, même si les pays d'Afrique subsaharienne ont bien amélioré et modernisé leurs systèmes financiers depuis le milieu des années 1980, il leur reste beaucoup à faire, notamment pour enrichir la gamme, encore très limitée, des produits financiers.

L'ordre, le calendrier, la rapidité de mise en œuvre, la cohérence et la crédibilité des réformes sont donc essentiels : une libéralisation trop précoce peut avoir des répercussions négatives sur le secteur financier et sur les rentrées fiscales. Il convient donc de ne pas l'instaurer trop tôt dans les pays dont les systèmes financiers domestiques sont encore peu développés. Depuis 1993, la plupart des pays ont libéralisé leur compte de capital, mais le calendrier et l'ordre des réformes ont varié fortement. La Zambie et l'Ouganda ont achevé le processus dès 1997, tandis que l'Afrique du Sud, la Tanzanie et le Zimbabwe ont procédé par étapes. L'expérience de divers pays donne à penser que pour être efficaces, les contrôles doivent être généralisés, mis effectivement en application et s'accompagner des réformes et ajustements stratégiques qui s'imposent (Leape, 1999).

Interventions de change

Ces dix dernières années, de toutes les régions en développement, c'est l'Afrique qui a enregistré la plus forte croissance de son ratio réserves de change/importations. Les

réerves de change y ont triplé, plaçant le continent africain derrière l'Asie, qui en détient le plus gros volume. S'agissant de l'Afrique subsaharienne, la proportion de pays dont les réserves couvrent au moins trois mois d'importations est passée d'environ 67 % en 2005 à quelque 80 % en 2006 (Banque mondiale, 2007). Il faut toutefois préciser que, en 2005, environ 80 % des réserves de change autres que l'or accumulées annuellement en Afrique (en millions de DTS) étaient détenues par seulement trois pays : l'Afrique du Sud, l'Algérie et le Nigéria.

De fortes augmentations des entrées de capitaux exercent une pression à la hausse sur le cours de change. Or, la surévaluation du cours de change va de pair avec une baisse de compétitivité et représente une menace pour l'avenir, en raison de la hausse des coûts économiques réels : deux dangers pouvant appeler l'intervention de la banque centrale sur le marché des changes. Une intervention de change présente toutefois plusieurs aspects : sa définition, ses objectifs et le pouvoir discrétionnaire de la banque centrale pour sa mise en œuvre.

Elle peut déboucher sur une augmentation de la liquidité domestique, qui est susceptible d'avoir une incidence sur la demande intérieure et sur l'inflation. Pour annuler d'éventuels effets négatifs, on « stérilise » les entrées de capitaux. Les informations concernant les interventions des banques centrales sur les marchés des changes sont rares, toutefois (Neely, 2000). L'efficacité des opérations de stérilisation reste contestée, car celles-ci sont jugées responsables d'une hausse des taux d'intérêt domestiques, laquelle favorise de nouveaux afflux de capitaux (Calvo, Leiderman et Reinhart, 1994). Frankel (1994) observe toutefois que la décision de stériliser dépend de la nature des mouvements de capitaux (selon qu'ils répondent à des facteurs d'incitation ou d'attraction). Figurent notamment au nombre des facteurs d'attraction : réformes politiques et réformes économiques/structurelles stimulant la confiance, rééchelonnement de la dette et libéralisation du marché des changes, du compte courant ou du compte de capital de la balance des paiements ainsi qu'assouplissement des restrictions imposées au secteur privé en matière d'emprunt à l'étranger. Les facteurs incitatifs peuvent être, par exemple, la baisse des taux d'intérêt internationaux, un ralentissement conjoncturel dans les pays développés, une volonté de diversification des actifs ou encore des changements à la réglementation dans les pays développés.

Pour adopter l'intervention la plus appropriée, les pays doivent pouvoir déterminer la composition, l'ampleur, la durée d'investissement et la nature des entrées de capitaux. Selon Mohanty et Turner (2006), les stratégies souhaitables pour le moyen terme peuvent dépendre de plusieurs éléments : nature temporaire ou permanente des chocs ; situation initiale du pays en termes de niveau des réserves et d'inflation ; importance des coûts résultant de la déviation par rapport au niveau d'équilibre du cours de change. Ces analystes pensent qu'une intervention est plus indiquée si les chocs sont temporaires que s'ils sont permanents, et qu'il peut s'avérer nécessaire de reconstituer les réserves de change si elles sont tombées à un bas niveau.

Canales-Krijlenko (2003), s'appuyant sur les résultats de l'enquête réalisée en 2001 par le FMI sur l'organisation des marchés des changes, sont d'avis que, dans les économies en développement et en transition, une intervention officielle peut être plus efficace que dans les pays développés, car la plupart des pays en développement édictent des réglementations sur les changes aussi bien que sur le marché monétaire, notamment contrôle des changes, obligations de cession de devises aux banques commerciales, interdiction du négoce de devises ou de la prise de positions nettes en devises. Ces pays effectuent, par ailleurs, des interventions dont le montant est très important par rapport au volume du marché, à la base monétaire et à l'encours d'obligations en circulation. En outre, ces pays ont un avantage en termes d'information, car ils choisissent le degré de transparence qu'ils donnent à de telles opérations. Certaines banques centrales recourent aussi à la pression morale pour appuyer leurs interventions, ce qui convainc les marchés de leur détermination à défendre leur objectif de change.

Pour intervenir efficacement sur les marchés des changes, il faut tenir compte de quelques éléments clés : montant et choix du moment, nature discrétionnaire ou non de l'opération, marchés et contreparties, ainsi que degré de transparence⁹. Mais d'autres éléments sont à examiner :

- la quantité optimale des réserves de change ;
- le mode de gestion de ces réserves ;
- le coût de détention de ces réserves.

Les réserves étaient, jusqu'à présent, placées en titres d'État, mais les banques centrales ont récemment commencé de les investir dans bien d'autres instruments et marchés, soulevant la question de savoir si cette diversification n'appelle pas à mettre davantage l'accent sur le contrôle des risques.

Kasekende *et al.* (1996) défendent l'idée que les mesures les plus appropriées et les plus indiquées pour faire face à des entrées massives de capitaux sont notamment : opérations de stérilisation ; utilisation de réserves obligatoires ciblées ; resserrement budgétaire ; limitation des achats de bons du Trésor et d'obligations domestiques par les non-résidents ; suppression des mesures incitatives ; ouverture graduelle du compte de capital. Les instruments de politique monétaire utilisés aux fins de la gestion de la liquidité englobent opérations de marché et opérations hors marché. Les premières, par exemple, comprennent opérations d'*open market* et transferts de dépôts de l'État, tandis que les secondes recouvrent transferts de dépôts du secteur public et modifications des réserves obligatoires. Des interventions répétées sur le marché des devises peuvent, toutefois, être à l'origine de certains phénomènes préoccupants, notamment : croissance rapide des agrégats de monnaie et de crédit, apparition d'éventuelles distorsions sur les marchés obligataires domestiques ainsi que dans le fonctionnement des marchés des devises, coûts (budgétaires ou autres) de la détention de réserves de change.

Quelle a été l'importance des interventions dans les pays d'Afrique ces dernières années ? L'annexe B donne une idée de l'ampleur des réserves de change accumulées par rapport à la taille du système monétaire. Le niveau des interventions a été bien plus élevé en Afrique que dans les régions émergentes d'Amérique latine et d'Asie. De plus, les interventions ont été importantes quels que soient les régimes de change. Les pays à régime de flottement indépendant, comme l'Ouganda et la Tanzanie, par exemple, détiennent d'importantes réserves en regard de leur système monétaire.

Dosage des politiques monétaire et budgétaire

Le tableau 1 illustre l'évolution récente de certains indicateurs économiques en Afrique subsaharienne dans le contexte d'une augmentation des entrées de capitaux. Ces indicateurs mettent en lumière quelques-uns des problèmes pouvant résulter des entrées de capitaux et les politiques adoptées par les autorités. Les chiffres expriment les variations entre différentes années. En moyenne, l'inflation a une nouvelle fois ralenti en 2006, en dépit d'une croissance monétaire restée forte.

Tableau 1 Indicateurs économiques en Afrique subsaharienne

	Variation sur la période		
	2003/04	2004/05	2005/06
Hausse des prix à la consommation (%).....	-3,6	2,0	-0,8
Solde budgétaire (hors dons) (% PIB).....	2,1	1,9	1,1
Croissance de la masse monétaire large (%).....	-1,1	4,0	8,8
Exportations (% PIB).....	1,4	2,8	2,1
Balance des paiements courants, hors dons (% PIB) ...	0,9	1,5	0,9
Cours de change effectif réel (indice).....	4,1	3,9	1,8
Réserves (mois d'importations).....	0,8	0,5	0,9

Sources : FMI (2007c) ; calculs SARB.

Sur les deux années précédentes, l'amélioration des soldes budgétaires ainsi que l'accumulation des réserves se sont poursuivies. Malgré l'appréciation du cours de change réel, le ratio exportations/PIB a, en moyenne, continué de s'améliorer, tout comme le solde des paiements courants.

Le régime de change influe-t-il sur les résultats macroéconomiques ? Les relations théoriques entre ces deux éléments sont ambiguës, comme le confirme le bilan contrasté qui ressort de la comparaison entre plusieurs pays d'Afrique subsaharienne aux régimes de change différents. Dans l'échantillon, les pays à régime conventionnel de parité fixe (Lesotho, Namibie et Swaziland), à système de parités glissantes (Botswana) et de

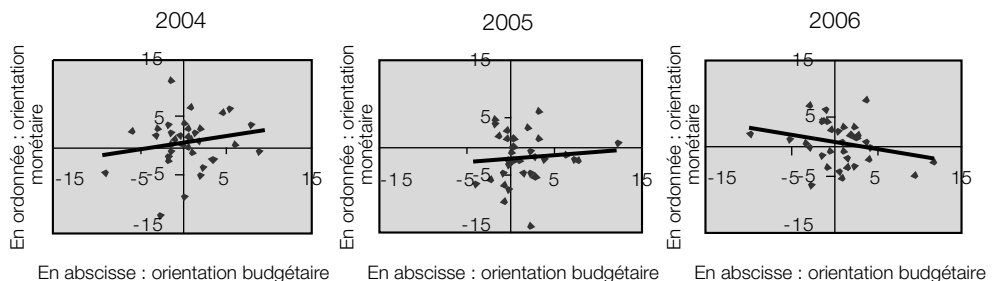
flottement indépendant (Afrique du Sud, Ouganda et Tanzanie) ont connu une dépréciation du change réel en 2006, contrairement aux pays ayant adopté un régime de flottement administré (Ghana, Kenya, Maurice, Nigéria et Zambie), dans la plupart desquels le cours de change réel s'est apprécié en termes réels. Le ratio exportations/PIB a augmenté dans la majorité des cas, tandis que la moitié seulement des pays ont affiché une amélioration de leur solde des paiements courants. Contrairement aux pays à régime de parité fixe (Lesotho et Namibie) et glissante (Botswana), ceux à régime de flottement administré (Ghana, Nigéria et Zambie, par exemple) sont parvenus à réduire l'inflation en 2006, bien que la masse monétaire large ait enregistré une progression d'au moins 10 points de pourcentage. Les soldes budgétaires ont eu tendance à s'améliorer dans les régimes conventionnels à parité fixe et systèmes de flottement indépendant, mais se sont détériorés dans ceux à parité glissante et à flottement dirigé. L'accumulation des réserves a été observée partout, sauf dans les régimes de flottement indépendant.

Concernant la politique économique, il est difficile de décrire avec précision l'orientation monétaire et budgétaire en Afrique, en raison d'informations insuffisantes, d'un désaccord quant au choix des indicateurs les plus précis et de différences dans la méthodologie de calcul de ceux-ci. Les soldes publics, notamment, n'étant généralement pas corrigés des variations cycliques, il n'est pas possible de distinguer entre éléments discrétionnaires et autres dans les soldes budgétaires conventionnels.

Le graphique 1 présente le dosage entre politique budgétaire et politique monétaire dans 35 pays d'Afrique subsaharienne de 2004 à 2006⁹. L'orientation budgétaire est mesurée par la variation du solde du gouvernement central (hors dons), exprimé par rapport au PIB, et l'orientation monétaire, par la variation des taux d'intérêt réels à court terme¹⁰. On observe qu'une stratégie essentiellement coordonnée (surtout dans le sens d'un resserrement monétaire et d'une discipline budgétaire), en 2004, a fait place à une stratégie non

Graphique 1 Dosage des politiques monétaire et budgétaire en Afrique subsaharienne

En points de %



Sources : FMI, *Statistiques financières internationales*, septembre 2007 ; calculs SARB.

coordonnée (assouplissement monétaire et discipline budgétaire) en 2005 et 2006. Dans l'ensemble, le solde budgétaire rapporté au PIB a continué à s'améliorer en 2006, moins toutefois que lors des deux années précédentes. La situation varie cependant d'un pays à l'autre. Sur les 35 pays pris en compte dans le graphique, huit ont enregistré une forte amélioration (d'au moins 2,5 points de PIB), tandis que six autres ont subi une détérioration de 2,5 points de PIB ou plus. Le durcissement budgétaire en 2006 (d'au moins 2,5 points de PIB) s'est accompagné d'un resserrement monétaire en Guinée-Bissau, en Guinée équatoriale, au Niger et au Swaziland. En revanche, le Mozambique et le Sénégal ont opté pour un assouplissement budgétaire (d'au moins 2,5 points de PIB) et monétaire. Étant donné les conditions cycliques telles que mesurées par la variation de la croissance du PIB réel, ces orientations semblent avoir été principalement procycliques.

Que peut-on déduire de l'orientation budgétaire et monétaire en Afrique sur la façon dont est gérée l'entrée croissante de capitaux ? Est-il préférable d'agir par la politique budgétaire, ou, plus généralement, de combiner les actions budgétaire et monétaire ? En pratique, les stratégies sont complexes, et déterminées sur la base de plusieurs éléments : objectifs propres à chaque pays, régime monétaire, contraintes institutionnelles, situation économique et nature des entrées de capitaux.

Les stratégies à moyen et long terme, de même que la maîtrise des variations de court terme, sont primordiales dans la gestion des entrées de capitaux. Un suivi attentif de la situation doit être assuré, et les mesures adéquates sont à prendre en temps opportun. Il est relativement plus simple de gérer les effets d'un afflux de capitaux dans les pays où les politiques macroéconomiques sont bien équilibrées (Ul Haque, Mathieson et Sharma, 1997). Afin de faire face à des entrées de capitaux accrues, un pays pourrait se fixer comme objectif de combiner les politiques budgétaire et monétaire de façon à maîtriser l'inflation, éviter une appréciation du cours de change réel, instaurer l'austérité budgétaire et assurer la viabilité des finances publiques (Saidi, 1997). Dans une situation où les flux d'aide varient de manière volatile et/ou imprévisible, la politique budgétaire pourrait faire intervenir un dispositif souple s'adaptant à ces variations, ou lisser ces aides, en utilisant les réserves internationales ou un financement intérieur non monétaire¹¹. Face à l'augmentation des entrées de capitaux, l'action budgétaire peut être indispensable lorsque la politique monétaire (resserrement) n'est pas efficace et que les coûts liés à la stérilisation, par exemple, commencent à s'alourdir (voir Koenig, 1996). Dans ces conditions, il peut être nécessaire d'améliorer l'efficacité de l'administration fiscale et/ou la maîtrise des dépenses. Faire obstacle aux entrées de capitaux ne peut être qu'une solution de court terme (voir Saidi, 1997). Dans les cas où un ajustement budgétaire à court terme est envisageable, opter pour un resserrement, notamment en reportant certaines dépenses, constitue un moyen intéressant de réagir à l'afflux de capitaux, puisque cela est sans incidence sur les taux d'intérêt (voir Ize, 1996).

Pour faire face aux effets de fortes variations des entrées de capitaux, il est également possible de créer un fonds spécial, assorti de règles budgétaires destinées à régir le placement et la gestion des excédents budgétaires réalisés. Un exemple particulièrement pertinent dans le contexte africain est la création de fonds de stabilisation des produits de base. L'expérience a toutefois montré que les fonds de cette nature ne fonctionnent pas bien dans les pays dépendant d'un seul produit d'exportation, et lorsque leur gestion n'est pas autonome par rapport au gouvernement (Nations Unies, 2005: 44). En outre, le débat sur la façon de gérer ce type de fonds – règles ou décisions discrétionnaires – ainsi que la nécessité de minimiser les coûts peuvent poser des difficultés pour les autorités. Une multiplicité d'objectifs vient également compliquer la gestion et l'activité de ces fonds. L'impossibilité de prévoir les prix à l'avance et le risque d'erreurs ou de fautes de gestion peuvent mettre les fonds de stabilisation en situation de difficultés financières. Des instruments de marché peuvent offrir une protection contre les variations défavorables des cours, et des instruments de couverture peuvent en outre être associés à de tels fonds ; toutefois, le manque de développement des marchés financiers, dans nombre de pays d'Afrique, limite l'intérêt de telles stratégies.

En choisissant les bonnes politiques, les pays peuvent gérer les risques tout en tirant profit des avantages que peut apporter l'augmentation des entrées de capitaux. L'enjeu, pour les dirigeants africains, est par conséquent de trouver le bon dosage entre l'orientation monétaire, l'orientation budgétaire et les autres politiques macroéconomiques. L'imprévisibilité, l'ampleur, la durée et la volatilité des entrées de capitaux, mais aussi l'ordre des mesures à prendre, le moment auquel elles doivent être prises et les modalités de leur mise en œuvre présentent autant de défis. Bien souvent, les décisions doivent se prendre dans un contexte de grande incertitude, en raison du manque d'informations disponibles.

Notes

- 1 *Source : FMI (2007d).*
- 2 *Source : Banque mondiale (2007).*
- 3 *Calvo et Reinhart (1998) font cependant observer que l'augmentation des dépenses globales et l'essor subséquent de la demande de monnaie qui résultent d'un accroissement des entrées de capitaux en régime de change fixe ne sont pas inflationnistes ; les deux auteurs notent que des opérations de stérilisation seraient contreproductives.*
- 4 *Les chiffres des réserves totales, or inclus, sont tirés des statistiques financières internationales du FMI.*
- 5 *Voir, notamment, Elbadawi (1999) ainsi que White et Wignaraja (1992).*
- 6 *Voir aussi Abdih et Tsangarides (2006).*
- 7 *En gardant à l'esprit les limites inhérentes aux agrégats monétaires comme mesure du degré de développement d'un marché financier, on notera qu'en 2006 le ratio monnaie au sens large/PIB des pays d'Afrique subsaharienne variait de 7 % à 121 %. Pour 6 des 44 pays de cette région, ce ratio était supérieur à 75 %, pour 2 d'entre eux, il se situait dans une fourchette de 50 %–75 %, pour 15, de 25 %–50 %. Pour les 21 restant, le ratio était inférieur à 25 %.*
- 8 *Pour plus de détails sur les aspects opérationnels des interventions sur les marchés des changes, voir Canales-Kriljenko, Guimaraes et Karacadag, 2003.*

- 9 Sur les 44 pays d'Afrique subsaharienne, 9 ont été exclus par manque de données ou parce qu'ils constituent des cas atypiques.
- 10 **Taux d'escompte** : Bénin, Cameroun, Cap-Vert, République centrafricaine, Comores, République du Congo, Guinée équatoriale, Gabon, Gambie, Mali, Mozambique, Swaziland, Tchad et Zambie. **Taux d'escompte de fin de période** : Afrique du Sud, Côte d'Ivoire, Ghana, Guinée-Bissau, Lesotho, Malawi, Niger, Nigéria, Sénégal, Seychelles et Togo. **Taux débiteur** : Botswana et Burundi. **Taux des dépôts à terme** : Maurice. **Taux des dépôts** : Éthiopie et Madagascar. **Taux des découverts** : Namibie. **Taux de la banque centrale** : Zambie.
- 11 Voir Bulir et Lane (2002).

Bibliographie

- Abdih, Y. et C. G. Tsangarides. 2006. *FEER for the CFA Franc*, IMF Working Paper No. 236. Washington, FMI.
- Athukorala, P. et S. Rajapatirana. 2003. *Capital Inflows and the Real Exchange Rate: A Comparative Study of Asia and Latin America*. Departmental Working Papers, Australian National University, Economics RSPAS, Series No. 2003–02.
- Ariyoshi, A., J. I. Canales-Kriljenko, K. F. Habermeier, A. Kirilenko, B. Laurens et I. Otter-Robe. 2000. *Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization*, IMF Occasional Papers, No. 190. Washington, FMI.
- Aziz, J. et F. Caramazza. 1998. *Fixed vs flexible: Getting the exchange rate right in the 1990s*, Economic Issues, No. 13. Washington, FMI.
- Banque centrale européenne. 2003. « Les régimes de change dans les économies émergentes », *Bulletin mensuel*. Francfort, BCE, février.
- Banque mondiale. 2007. *Global Development Finance*. Washington, Banque mondiale.
- Buffie, E., C. Adam, S. O'Connell et C. Pattillo. 2004. *Exchange rate policy and the management of official and private capital flows in Africa*, IMF Working Paper No. 216. Washington, FMI.
- Bulir, A. et T. Lane. 2002. *Aid and fiscal management*, IMF Working Paper No. 112. FMI.
- Calvo, G. A. et C. M. Reinhart. 1998. *The consequences and management of capital inflows: Lessons for Sub-Saharan Africa*, Expert group on development issues: 1998:2. Washington, FMI.
- Calvo, G. A., L. Leiderman et C. M. Reinhart. 1994. « The capital inflows problem: concepts and issues », *Contemporary economic policy*, vol. 12, juillet.

Canales-Kriljenko, J. I. 2003. *Foreign exchange intervention in developing and transition economies: Results of a Survey*, IMF Working Paper No. 95. Washington, FMI.

Canales-Kriljenko, J. I., R. Guimaraes et C. Karacadag. 2003. *Official intervention in the foreign exchange market: Elements of best practice*, IMF Working Paper No. 152. Washington, FMI.

Elbadawi, I. A. 1999. « External Aid: Help or Hindrance to Export Orientation in Africa », *Journal of African Economics* 8 (4), pp. 578–616.

Fonds monétaire international. 2006a. *De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework*, juillet 2006.
(<http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2006/eng/0706.htm>)

Fonds monétaire international. 2006b. *International Financial Statistics: Year Book*. Washington, FMI.

Fonds monétaire international. 2007a. *Global Financial Stability Report*. Washington, FMI, septembre.

Fonds monétaire international. 2007b. *IMF Executive Board Concludes 2001 Discussion on common policies of member countries with CEMAC*, Public Information Notice No. 07/81. Washington, FMI.

Fonds monétaire international. 2007c. *Regional Economic Outlook: Sub-Saharan Africa*. Washington, FMI, octobre.

Fonds monétaire international. 2007d. *Perspectives de l'économie mondiale*. Washington, FMI, octobre.

Frankel, J. 1994. *Sterilization of money inflows: difficult (Calvo) or easy (Reisen)?*, IMF Working Paper No. 159. Washington, FMI.

Gelbard, E. A. et S. P. Leite. 1999. *Measuring financial development in Sub-Saharan Africa*, IMF Working Paper No. 105. Washington, FMI.

Honohan, P. et P. O'Connell. 1997. *Contrasting monetary regimes in Africa*, Working Paper No. 64. Washington, FMI.

Ize, A. 1996. *Capital inflows in the Baltic countries, Russia, and other countries of the Former Soviet Union: monetary and prudential issues*, IMF Working Paper No. 22. Washington, FMI.

Kasekende, L., D. Kitabire et M. Martin. 1996. *Capital Inflows and Macroeconomic Policy in Sub-Saharan Africa*, document TD/8/TTNC. New York, CNUCED.

Koenig, L. M. 1996. *Capital inflows and policy responses in the ASEAN region*, IMF Working Paper No. 25. Washington, FMI.

Leape, J. 1999. « Reality: The Impact of Capital Flows and policy responses », *Capital Flows to Africa: Perception and Reality*. La Haye, Forum on Debt and Development, septembre.

Mohanty, M. S. et P. Turner. 2006. « The global economy and Africa: The challenges of increased financial inflows », *Central Bank and the challenge of development*, BIS Paper No. 24. Bâle, BRI, mai.

Nations Unies. 2005. *The exposure of African Governments to the volatility of international oil prices, and what to do about it*, AU Extraordinary conference of Ministers of Trade on African commodities, 21–24 novembre, UNCTAD/DITC/COM/2005/11. New York, CNUCED.

Neely, C. J. 2000. « Are Changes in Foreign Exchange Reserves Well Correlated with Official Intervention? », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, septembre/octobre.

Oliver, J. 2007. « What are Capital Controls », *Frequently Asked Questions*, Centre for International Finance and development. Iowa City, University of Iowa.

Quattara, B. et E. Strobl. 2004. *Foreign aid inflows and the real exchange rate in the CFA franc zone*, Research Paper No. 07. Nottingham, Centre for Research in Economic Development and International Trade.

Saidi, N. 1997. « Managing capital flows: observations from the front line », *Selection from the Mediterranean Development Forum: Knowledge and skills for development in the information age*. Marrakech (Maroc), 12–17 mai.

Ul Haque, N., D. Mathieson et S. Sharma. 1997. « Causes of capital inflows and policy responses to them », *Finance and Development*, mars.

White, H. et G. Wignaraja. 1992. « Exchange rates, trade liberalisation and aid: The Sri Lankan experience », *World Development* 20 (10), pp. 1471–1480.

Annexe A Mécanismes de change et point d’ancrage de la politique monétaire en Afrique – situation au 31 juillet 2006

Régime de change (nombre de pays)	Cadre de politique monétaire				
	Point d’ancrage	Objectif monétaire	Objectif d’inflation	Programme soutenu par le FMI ou autre programme monétaire	Autres ¹
Zone monétaire dotée d’une monnaie officielle commune (14)	Zone franc CFA (14) UMOA CEMAC Bénin* Cameroun* Burkina Faso* Guinée équatoriale Côte d’Ivoire* Gabon Guinée-Bissau Mali* Niger* Sénégal Togo				
Caisse d’émission (1)	Djibouti				
Autres régimes conventionnels de parité fixe (14)	Rattachement à une monnaie (13) Cap-Vert Namibie Comores ⁴ Rwanda* Égypte ² Seychelles ² Érythrée Sierra Leone* Éthiopie ² Swaziland Lesotho Zimbabwe ³ Mauritanie ²	Sierra Leone ²			
	Rattachement à un panier (1) Maroc				
Parité glissante (1)	Botswana ³				
Flottement dirigé, sans annonce préalable de la trajectoire du cours de change (17)		Gambie ² Ghana ^{*2} Madagascar ^{*2} Malawi ^{*2} Maurice Soudan Tunisie Zambie*		Kenya* Mozambique ^{*2}	Algérie Angola Burundi* Guinée ² Libéria ² Nigéria ² São Tomé-et-Principe
Flottement indépendant (5)		Rép. dém. du Congo Ouganda	Afrique du Sud	Tanzanie ^{*2}	Somalie ^{3, 5}

Notes de l’annexe A : voir page suivante.

Notes de l'annexe A

- * *Pays bénéficiaire d'un programme soutenu par le FMI ou d'un autre programme monétaire.*
- 1 *Pays sans point d'ancrage nominal explicitement déclaré, mais qui suit divers indicateurs.*
- 2 *Pays dans lequel le régime de fait est différent du régime de droit.*
- 3 *Régime en vigueur sur le principal marché des changes.*
- 4 *Comores : même accord que les pays de la zone franc CFA avec le Trésor français.*
- 5 *En raison du manque d'informations sur le pays, la classification correspondant à la dernière consultation officielle est utilisée.*

Source : FMI, 2006a.

Annexe B Réserves rapportées à la masse monétaire large¹

	Réserves/M2 ²	ΔRéserves/ΔM2 ³
Afrique ⁴	53,90	71,28
Afrique du Sud	13,94	18,91
Algérie	120,67	180,74
Botswana	194,62	111,82
Égypte	23,09	35,56
Ghana	48,17	60,66
Kenya	25,76	31,81
Maroc	30,73	33,43
Maurice	20,42	2,18
Nigéria	151,63	229,42
Ouganda	85,35	87,15
Tanzanie	60,85	45,83
Zambie	37,49	21,90
BCEAO	52,32	35,55
BEAC	106,47	176,37
Lesotho	129,69	99,78
Namibie	13,91	7,06
Swaziland	66,11	39,07
Amérique latine ⁴	28,78	28,23
Argentine	46,08	50,42
Brésil	13,18	10,58
Chili	25,24	10,67
Colombie	37,45	18,79
Mexique	31,60	35,32
Pérou	63,35	91,02
Venezuela	54,22	52,66
Asie ⁴	26,94	35,60
Chine	24,06	35,50
Corée	37,45	59,07
Hong-Kong RAS	25,02	14,54
Inde	26,00	31,31
Indonésie	26,73	18,48
Malaysia	40,64	69,82
Philippines	28,56	26,58
Singapour	79,38	80,64
Thaïlande	28,78	32,51
Autres économies émergentes ⁴	51,65	53,58
Hongrie	32,46	38,09
Pologne	28,13	22,67
République tchèque	28,25	14,62
Russie	76,63	85,05
Turquie	28,44	26,34
États-Unis	0,58	0,57
Royaume-Uni	0,53	0,24
Suède	10,88	9,20
Suisse	6,27	-0,46
Zone euro	2,08	-0,87

1 Réserves de change.

2 À fin 2006 ; en % de la masse monétaire large.

3 Variation des réserves entre fin 2002 et fin 2006 ; en % de la variation concomitante de la masse monétaire large.

4 Moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 2000.

Source : FMI.

Les comités au sein des banques centrales¹

Serge Jeanneau (*Banque des Règlements Internationaux, Bâle, Suisse*)

Introduction

Les banques centrales connaissant des situations très diverses, il est logique que leur organisation structurelle, et notamment celle de leurs comités, varie grandement. Certaines se sont dotées de comités spécialisés (s'acquittant d'une seule fonction, telle que surveillance, élaboration de la politique monétaire ou gestion quotidienne), d'autres, de comités à fonctions multiples. Pour une part, cela tient à des raisons historiques, pour une autre, à la diversité même des fonctions exercées par les banques centrales et à l'étendue des pouvoirs et responsabilités confiés à ces institutions.

Au cours des dernières décennies, les banques centrales ont introduit davantage de collégialité dans leurs processus décisionnels, surtout pour la définition des orientations stratégiques de leur politique. Cette tendance témoigne, dans une large mesure, d'une évolution des banques centrales vers plus d'autonomie, allée à une volonté d'instaurer un système de contrôles et contrepoids propre à favoriser le degré d'indépendance voulu. Un tel système suppose, notamment, une responsabilité et une transparence accrues.

La collégialité soutient et légitimise, à bien des égards, le transfert de pouvoirs opéré de l'État à la banque centrale. Blinder (2004) considère qu'elle présente quatre avantages : *mise en commun* de l'expérience de membres venant d'horizons variés ; *diversité* des approches ; *compromis consensuel* évitant les décisions extrêmes et les modifications trop fréquentes ; meilleur dispositif de *contrôles et contrepoids*². De plus, un groupe est souvent mieux à même de résister aux pressions, politiques ou autres.

Par contre, une prise de décisions collective risque d'émousser le sens de la responsabilité individuelle, surtout lorsque les contributions des uns et des autres restent relativement anonymes. De plus – et cet aspect est à prendre particulièrement en considération dans les petits pays – la collégialité exige de pouvoir faire appel à un vivier de personnes qualifiées. Dans la pratique, pourtant, la distinction entre prise de décisions collective et individuelle n'est pas aussi tranchée : la plupart des comités ont à leur tête des présidents dont l'influence dépasse généralement celle des simples membres.

Principes de bonne gouvernance

L'un des principes fondamentaux de bonne gouvernance consiste à accorder les intérêts des dirigeants avec ceux des parties prenantes, ce qui pose des problèmes tout à fait particuliers aux banques centrales. Premièrement, le groupe des parties prenantes est large et diffus, puisqu'il comprend tous ceux qui effectuent des transactions monétaires. Deuxièmement, le lien entre les banques centrales et leurs propriétaires ultimes (à savoir, la société dans son ensemble) s'établit via des intermédiaires (les responsables politiques), qui

peuvent avoir leurs propres priorités. Troisièmement, les banques centrales ne sont soumises ni à la concurrence ni à des OPA, deux formes de sanction d'une gestion défaillante dans le secteur privé. Enfin, les banques centrales exercent souvent toute une palette de fonctions à caractère public très diversifiées, ce qui complique encore l'évaluation de leur performance.

Types de comités

Les banques centrales peuvent avoir un ou plusieurs comités. Les deux tiers des lois régissant les banques centrales instituent un conseil unique ; un quart en prévoient deux, le reste, trois et plus³. Cette diversité en matière d'organisation s'explique par de multiples

Tableau 1 Exemples de comités et de structures de direction

	Surveillance	Orientations stratégiques	Direction
Afrique du Sud	Conseil d'administration	Comité de politique monétaire	Gouverneur
Algérie	Censorat	Conseil de la monnaie et du crédit	Conseil d'administration
Australie	Conseil de la Banque de Réserve		Gouverneur
		Comité des systèmes de paiement	
BCE ¹		Conseil des gouverneurs	Directoire
Canada	Conseil d'administration	Conseil de direction	
États-Unis : niveau national ^{1,2}		CFOM ³	Conseil des gouverneurs
États-Unis : niveau régional ²	Conseil des gouverneurs Conseil de direction		Président
Japon		Comité de politique monétaire	
Nigéria	Conseil d'administration	Comité de politique monétaire	Gouverneur
Nouvelle-Zélande	Conseil d'administration	Gouverneur	
Royaume-Uni	Court/Nedco	Comité de politique monétaire	Gouverneur et membres de la direction
Suède	Conseil	Directoire	

Les cellules grisées indiquent des conseils/comités constitués en application de la loi.

- 1 S'agissant de la BCE et du Système de Réserve fédérale, leurs comités de direction sont officiellement responsables de la mise en œuvre de la politique monétaire, d'où le chevauchement avec la colonne « Orientations stratégiques ».
- 2 Aux États-Unis, il existe, au niveau national, le Système de Réserve fédérale, et, au niveau régional, douze banques de Réserve fédérale de district.
- 3 CFOM : Comité fédéral de l'open market.

facteurs historiques, et notamment : le statut d'origine de la banque centrale : société de droit privé ou organisme public ; la définition, héritée de la tradition ou inscrite dans la loi, du rôle du ou des comités ; la mise à jour plus ou moins récente de la législation applicable ; le nombre et la nature des objectifs fixés à la banque centrale ; la diversité des moyens par lesquels ces objectifs peuvent être atteints ; le temps nécessaire pour que la sensibilisation aux questions de gouvernance se traduise dans la pratique.

Les comités de banque centrale peuvent être classés selon cinq grandes fonctions.

1. *Comité de surveillance*, chargé des questions relatives à : a) la réalisation des objectifs, l'exécution des tâches et l'accomplissement des missions ; b) la situation des finances ; c) le bon fonctionnement des contrôles internes ou encore d) l'utilisation efficiente des ressources. Parfois, la supervision des fonctions liées à l'élaboration des orientations stratégiques est considérée comme sortant de son domaine de compétences (*ultra vires*), car potentiellement contraire au principe d'indépendance. Dans d'autres cas, son rôle consiste, pour une bonne part, à suivre la progression des résultats en fonction des objectifs visés. L'approbation du budget et des états financiers annuels incombe souvent à ce comité⁴, de même que la désignation des membres de la haute direction (le gouverneur, notamment) et la fixation des rémunérations. Il peut aussi être amené à examiner des cas de manquement ou de faute graves commis par des administrateurs ou de hauts responsables, voire à engager des procédures de licenciement.
2. *Comité d'élaboration et de mise en œuvre des orientations stratégiques*, chargé d'élaborer des décisions ayant trait à la politique monétaire, à la stabilité du système financier, à l'efficacité et au bon fonctionnement des infrastructures de paiement et de règlement, ainsi qu'à d'autres fonctions stratégiques. Plus d'une banque centrale sur deux s'est dotée d'un tel comité, lequel peut en outre s'acquitter, dans certains cas, d'autres fonctions.
3. *Comité de direction*, qui a la responsabilité de la gestion des opérations quotidiennes de la banque centrale. Il est assez peu courant (moins d'une banque centrale sur quatre). Dans la majorité des cas, c'est une personne (en général, le gouverneur) qui assume seule ces responsabilités.
4. *Comités consultatifs*, qui donnent des avis au comité d'élaboration des orientations stratégiques ou au comité de direction mais ne possèdent ni pouvoir décisionnel ni droit de vote (Banque d'Israël, Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande et Banque des Pays-Bas). Peuvent y siéger des experts ou des personnes choisies pour représenter les intérêts de certains secteurs économiques ou de certaines régions.
5. *Comités spécialisés*, auxquels sont confiées des fonctions spécifiques. La Banque de Réserve d'Australie dispose ainsi d'un comité chargé des systèmes des paiements, et la Banque de France, d'une Commission bancaire à part.

Les fonctions de tous ces comités peuvent être regroupées de diverses manières. Les pratiques en la matière peuvent varier grandement d'un pays à l'autre. Les deux tiers environ des banques centrales ont un comité unique, qui exerce plusieurs fonctions spécialisées. C'est ainsi que les banques centrales chilienne, mexicaine, suédoise et suisse sont dotées de comités chargés de la mise en œuvre de la politique monétaire et de l'administration. Quelques-unes disposent, en outre, de comités chargés de la politique monétaire mais qui, en pratique, sont également responsables d'autres activités (Pologne). À l'opposé, certaines banques centrales confient l'élaboration des orientations stratégiques et les fonctions d'administration à des comités distincts (Brésil et Turquie). Un comité unique garantit certes une meilleure coordination des objectifs et des tâches mais pose un certain nombre de problèmes de gouvernance, parmi lesquels, en particulier, le risque de conflits d'intérêts internes et une difficulté à bien définir les responsabilités. C'est pourquoi les comités à fonctions multiples ne sont pas habilités en général à surveiller la conduite de la politique qu'ils définissent.

D'autres banques centrales (comme la Banque d'Algérie et celle du Nigéria) ont une structure à trois niveaux, composée d'un conseil de surveillance qui supervise le conseil d'administration et, parfois, le comité d'élaboration des orientations stratégiques. Les comités de surveillance sont également assez répandus lorsque la fonction de direction est assurée par le gouverneur plutôt que par un directoire (Canada et Nouvelle-Zélande, par exemple). Toutefois, nombre de banques centrales n'ont pas de conseil de surveillance distinct (BCE, Banque de France, Banque fédérale d'Allemagne, Banque du Japon, Banque du Mexique et Réserve fédérale des États-Unis, par exemple) mais recourent, à la place, à d'autres formes de contrôle (publication des comptes et obligation de rendre compte à des commissions parlementaires).

Taille et composition

La *taille* des comités peut varier considérablement, ce qui s'explique – entre autres, mais pas exclusivement – par la nature de leurs fonctions. Ainsi, la Direction générale de la Banque nationale suisse se compose de trois membres, tandis que le Conseil des gouverneurs de la BCE en compte 21. Le nombre de membres devrait, en principe, concilier la nécessité de représenter toute une palette de compétences et d'opinions, et celle de veiller à l'efficacité ainsi qu'à la responsabilité individuelle. Un nombre de membres relativement important peut aider un comité à étayer plus fermement ses décisions, comme cela est confirmé par certains travaux de recherche expérimentale⁵. En outre, s'ils sont jugés plus représentatifs, de gros comités peuvent bénéficier d'un plus large soutien. Pour autant, ils peuvent aussi se révéler d'un fonctionnement plus compliqué et peuvent diluer la responsabilité individuelle. Les comités de taille importante, parce qu'ils cherchent à représenter tous les secteurs de la société, ou toutes les régions, peuvent en outre être le siège de conflits ou faire l'objet de pressions de la part de groupes d'intérêts.

Les comités d'élaboration des orientations stratégiques comptent souvent entre sept et neuf membres, les comités de surveillance et les comités consultatifs, davantage. Les

comités de direction ont habituellement un nombre de membres plus restreint, ce qui favorise une prise de décision plus rapide et une plus grande responsabilisation. Certaines analyses empiriques montrent que la taille d'un comité des orientations stratégiques présente une corrélation positive avec la taille du pays⁶. Interpréter les résultats de telles études n'est, toutefois, pas simple. La taille des comités chargés des orientations de la politique dans les grands pays peut témoigner de la plus grande disponibilité de candidats convenables mais aussi du poids des systèmes fédéraux ou apparentés (États-Unis et zone euro, par exemple), où toutes les régions membres doivent être représentées dans leur diversité.

La *composition* des comités dépend souvent de leurs fonctions spécifiques.

1. Les *comités de surveillance* tendent à être constitués essentiellement de membres extérieurs, quoiqu'ils puissent aussi inclure des membres de la direction sur la base du principe selon lequel ceux qui sont l'objet de la surveillance doivent être entendus. Un comité de surveillance bien conçu peut aider à contrôler les responsables internes et ainsi renforcer la crédibilité de la banque centrale (en particulier, si siègent au comité des membres extérieurs éminents). Il peut, en outre, contribuer à préserver l'autonomie de la banque centrale en résistant aux pressions gouvernementales.
2. Les *comités d'élaboration des orientations stratégiques*, habituellement placés sous la présidence du gouverneur, sont en général composés de hauts responsables internes (BCE et Banque nationale suisse). Toutefois, un comité où ne siègeraient que des membres internes pourrait risquer de trop se conformer à l'opinion du gouverneur, lequel a souvent le pouvoir d'infléchir les décisions relatives à la carrière des membres du comité. Cela peut expliquer, en partie, que l'on fasse davantage appel à des membres extérieurs depuis quelques années. Ces membres, qui peuvent être employés à temps partiel (c'est le cas pour certains d'entre eux à la Banque d'Angleterre) ou à temps plein (Banque du Japon et Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale), n'ont normalement pas de responsabilités décisionnelles (la Banque de Suède s'oriente dans cette direction). Voir l'encadré pour une analyse plus approfondie des comités de politique monétaire.
3. Les *comités de direction* sont, eux aussi, en général, présidés par le gouverneur et composés de banquiers centraux employés à temps plein. Ils comprennent également, d'habitude, des personnes ayant la responsabilité d'une fonction ou d'un département.
4. La composition des *comités consultatifs* varie énormément d'une banque centrale à l'autre. Ces comités peuvent être constitués d'universitaires de renom, de représentants de l'État ou de personnalités du milieu des affaires.
5. Les *comités spécialisés* sont généralement composés d'experts du domaine concerné.

Les comités de politique monétaire

Les comités de politique monétaire (CPM), chargés de déterminer les orientations stratégiques, peuvent être classés en deux catégories principales, selon qu'ils fonctionnent de manière « collégiale » ou « pluraliste ». Les comités à fonctionnement collégial procèdent par consensus, auquel ils parviennent par l'exercice de la sagesse collective de leurs membres. Un débat interne a lieu, suivi ou non d'un vote, mais une fois la décision prise, tous les membres parlent d'une seule voix, afin de renforcer l'autorité du groupe. Les comités à fonctionnement collégial peuvent être subdivisés en instances « véritablement collégiales », c'est-à-dire dont le président s'efforce de dégager un consensus (comme le prévoit implicitement le mandat du Conseil des gouverneurs de la BCE), et en instances « pseudo-collégiales », au sein desquelles le président a le pouvoir d'imposer le « consensus » aux autres membres (cas, selon certains analystes, du CFOM, aux États-Unis, sous la conduite de ses anciens présidents).

À l'inverse, dans les comités à fonctionnement pluraliste, les membres défendent leur point de vue personnel et votent en conséquence au moment de la prise de décision (cas de la Banque d'Angleterre et de la Banque de Suède). Les comptes rendus qui sont publiés indiquent le partage des voix et précisent les opinions minoritaires, souvent avec mention de leurs auteurs. Ces derniers sont autorisés à exposer publiquement les motifs de leur vote. Ce système est tenu pour responsabiliser davantage les membres du comité et familiariser le public avec la complexité de l'élaboration de la politique monétaire. Faire connaître l'ensemble des opinions des membres peut, en outre, permettre au public de prévoir plus facilement les modifications d'orientation de la politique. Cet aspect a été démontré dans le cas du CPM de la Banque d'Angleterre. Cependant, rares sont les banques centrales à autoriser un tel degré de liberté d'expression, par crainte d'affaiblir le ratio signal/bruit, surtout lorsqu'il existe d'importantes divergences au sein du comité. Néanmoins, certaines banques centrales voient dans une telle diversité d'opinions le signe de la robustesse du processus de détermination de la politique monétaire. Il s'est même produit des situations (comme récemment à la Banque d'Angleterre) où l'opinion du gouverneur s'est trouvée appartenir à la minorité.

Le statut des CPM peut être défini par la loi, mais ce n'est pas nécessairement le cas. Au Canada, par exemple, le gouverneur de la banque centrale est légalement habilité à fixer les taux d'intérêt, mais il a en partie délégué ce pouvoir au Conseil de direction. À l'inverse, un CPM peut être investi par la loi du pouvoir d'élaborer la politique monétaire, mais ne jouer, en pratique, qu'un rôle consultatif. Cela se produit surtout lorsque les membres du CPM ne sont pas issus de la banque centrale, comme c'est le cas pour la Banque de Réserve d'Australie, dont le CPM élabore la politique sur avis du gouverneur. En Nouvelle-Zélande, le CPM est un organe consultatif non prévu par la loi.

Le mode de fonctionnement du CPM ne dépend pas uniquement de sa structure, mais aussi de ses procédures. Le droit de s'exprimer et de voter est régi par des dispositions très variables. Il en va de même du soutien en personnel apporté aux travaux du CPM. Certains membres du comité – le gouverneur et les membres de la haute direction, en particulier – ont parfois davantage accès aux ressources de personnel (surtout par comparaison avec les membres extérieurs à la banque centrale) en leur qualité de responsables opérationnels de l'analyse économique. Dans d'autres cas, des mesures sont prises en vue de garantir l'égalité d'accès aux moyens d'information et de conseil.

Présidence

Dans de nombreux pays, la distinction qui est faite, dans les entreprises, entre la fonction de directeur général et la fonction de président du conseil de surveillance est un moyen de limiter les conflits d'intérêts potentiels, en vertu du principe selon lequel nul ne saurait, à

titre individuel ou collectivement, être juge de sa propre activité. Par contre, dans une forte majorité de banques centrales (quelque 80 %), le gouverneur préside le ou les comités d'orientation et de direction, mais, contrairement à ce qui se passe dans les entreprises, il préside souvent aussi le comité de surveillance (75 % des cas), si bien qu'il faut recourir à d'autres méthodes pour prévenir d'éventuels conflits d'intérêts⁷. Le fait que le gouverneur soit aussi président de comités de premier plan introduit une dose de responsabilité individuelle à l'intérieur d'une organisation collégiale. Reste toutefois à savoir si ce type d'organisation établit un degré de responsabilité satisfaisant. La réponse dépend, dans une certaine mesure, des autres actions prises pour assurer un système adéquat de contrôles et de contrepoids.

S'agissant du comité d'élaboration des orientations stratégiques, il est tout à fait justifié que le gouverneur en assure la présidence, puisqu'il est le principal responsable de la définition des orientations et assume la plus haute responsabilité concernant les résultats de la politique menée sous sa direction. Cela est particulièrement vrai dans les pays où la banque centrale cherche à établir son autorité ou bien se prépare à adopter un nouveau cadre monétaire. Il y a, par ailleurs, des raisons pratiques à ce que le gouverneur préside le comité de direction. C'est tout d'abord la conséquence naturelle des responsabilités qui lui incombent en tant que dirigeant principal de l'institution. Il en va de même pour la présidence du comité chargé à la fois des orientations stratégiques et de fonctions administratives. Et, là encore, cette solution est satisfaisante à condition que des mécanismes de contrôle et de contrepoids aient été mis en place.

Un autre aspect de cette question tient à l'influence du président au sein de ces différents comités. La dynamique de fonctionnement d'un comité résulte de plusieurs facteurs dont : taille, composition (membres internes/externes) et statut juridique du comité, fréquence et durée des réunions, ainsi que procédures de sélection et rémunération des membres. Toutefois, le président exerce aussi une emprise considérable sur les comités en fixant le calendrier, le lieu et l'ordre du jour des réunions, ainsi qu'en définissant – et c'est un point essentiel – les flux d'information. Il peut engager, en amont des réunions, des consultations avec les membres des comités. Il peut, en outre, attribuer les places autour de la table, déterminer l'ordre des interventions, et arrêter certaines dispositions relatives aux procédures de vote. En faisant connaître son point de vue relativement tôt, par exemple en décidant de s'exprimer et de voter le premier, le président peut orienter les débats au sein du comité. Pour autant, la collégialité des décisions est instituée de longue date dans certaines banques centrales (Banque fédérale d'Allemagne), où le gouverneur, plutôt que d'essayer d'imposer son opinion, s'efforce de parvenir à un consensus.

Sous-comités

Plusieurs banques centrales ont mis sur pied des sous-comités du comité de direction qu'elles ont chargés de questions bien délimitées, notamment : audit, rémunérations,

finances, ressources humaines, retraites et risques. De tels sous-comités peuvent se révéler particulièrement utiles lorsque la banque centrale dispose d'un conseil unique.

Ces sous-comités peuvent améliorer l'efficacité des structures de gouvernance, certaines tâches étant déléguées à des personnes possédant des connaissances ou des compétences spécifiques. Ils peuvent aussi veiller à ce que certaines fonctions de supervision soient confiées à des personnes libres de tout parti pris ou de conflits d'intérêts. C'est le cas, par exemple, des comités d'audit. De tels comités, généralement composés de membres n'appartenant pas à la direction, s'acquittent de missions de confiance pour le compte du conseil d'administration ou du comité de surveillance, dans le cadre de la réglementation interne. Le comité des rémunérations joue, lui aussi, un rôle essentiel, la direction et les hauts responsables ne devant pas être en mesure de fixer eux-mêmes le niveau de leur rémunération.

Deux écueils sont toutefois à éviter : 1) une définition imprécise des missions du sous-comité peut entraîner une ingérence excessive dans les opérations de la banque centrale, au risque d'entamer la responsabilité des membres de la direction, et 2) la mise en place d'une pléthore de sous-comités pourrait vider d'une partie de sa substance le rôle du comité dont ils relèvent.

Gérer les conflits d'intérêts

L'incapacité d'une banque centrale à régler réellement des conflits d'intérêts pourrait se solder par des mesures limitant leur autonomie de fonctionnement. Même si, de temps à autre, il peut arriver que soient soulevées des questions de conflits d'intérêts, il est rare que surviennent des cas graves dans la communauté des banques centrales. Reste que les banques centrales, qui portent une attention accrue à cette question, ont commencé de réviser et d'ajuster leurs procédures de surveillance en la matière. La grande majorité des règlements applicables aux banques centrales comportent désormais des critères de compétences pour les candidats à des sièges au comité de direction, ainsi que des restrictions quant au type d'activités extérieures que les membres de ce comité sont autorisés à pratiquer tant qu'ils sont employés par la banque centrale (et même après l'avoir quittée). En outre, des codes de conduite énoncent dans le détail les prescriptions à suivre concernant l'acceptation de cadeaux et d'invitations mais aussi les placements personnels.

Tableau 2 Exemples de sous-comités

Banque de Réserve d'Afrique du Sud	Comité d'audit Comité des rémunérations
Banque du Canada	Comité de direction Comité du régime de gestion et de mise en candidature Comité des ressources humaines et de la rémunération Comité de la vérification Comité de la planification et du budget Comité des pensions
Banque de Réserve fédérale de New York	Comité d'audit Comité de la gestion et du budget Comité de nomination et de gouvernance
Banque des Pays-Bas	Comité des rémunérations et des nominations Comité financier
Banque d'Angleterre	Comité des administrateurs externes (NedCo) Comité des rémunérations Comité d'audit Comité pour la politique de gestion des risques
Banque nationale suisse	Comité d'audit Comité des risques Comité de rémunération Comité de nomination

Notes

- 1 La terminologie utilisée pour désigner les diverses instances en place dans les banques centrales diffère d'un pays à l'autre. Par convention, le terme « comité » est employé ici de façon générique. Dans les tableaux, les intitulés des comités respectent la dénomination locale.*
- 2 Voir Alan Blinder, The quiet revolution: central banking goes modern, Yale University Press, 2004.*
- 3 Sauf précision contraire, les chiffres cités ici sont tirés de Tonny Lybek et JoAnne Morris, Central Bank Governance: a Survey of Boards and Management, FMI, IMF Working Paper No. 226, 2004.*
- 4 En 2005, c'était le cas dans les deux tiers des banques centrales auprès desquelles la BRI a effectué une enquête.*
- 5 Des travaux empiriques laissent entendre que les groupes font légèrement mieux que les individus (Blinder et Morgan (2005)).*
- 6 Voir Helge Berger, Volker Nitsch et Tonny Lybek, Central Bank Boards Around the World: Why Does Membership Size Differ, FMI, IMF Working Paper No. 281, 2006.*
- 7 À noter cependant que, dans certains pays, tels que la Nouvelle-Zélande et la Suisse, les fonctions de gouverneur et de président du comité de surveillance ont été scindées (en 2003 et 2004, respectivement).*

Banque de Réserve d'Afrique du Sud et Banque des Règlements Internationaux

Table ronde spéciale des Gouverneurs

20 novembre 2007

Le Cap, Afrique du Sud



Premier rang

De gauche à droite

Tom Alweendo, Linah Mohohlo, Yaga Venugopal Reddy,
Tito Mboweni, Jean-Pierre Roth, Mohammed Laksaci

Deuxième rang

De gauche à droite

Lucas Papademos, Philibert Andzembe, Caleb Fundanga,
Rundheersing Bheenink, Benno Ndulu, Njuguna Ndung'u

Troisième rang

De gauche à droite

Nout Wellink, Vicomte Verplaetse, Jean-Pierre Landau, Zhou Xiaochuan
Lyès Loudini, David Opiokello, Malcolm Knight, Martin Dlamini