

Les marchés de titres de la dette publique dans les pays africains en développement : évolution récente et principaux défis ¹

Bruno CABRILLAC et Emmanuel ROCHER

Direction des Études et des Relations internationales et européennes

Depuis 1995, les principaux marchés africains de titres de la dette publique, en monnaie locale, ont connu un développement soutenu, l'encours atteignant en moyenne 22 % du PIB sur la période 2001-2007, contre 15 % sur la période 1995-2000. Comparés aux marchés émergents de titres publics, dont la taille dépasse souvent 40 % du PIB, les marchés africains apparaissent encore en retrait et présentent de fortes disparités dans leurs stades de développement respectifs, entre l'Afrique du Sud, le Maroc ou Maurice, où ils sont relativement avancés, et les pays à faibles revenus, où les marchés sont plus récents et restent très frustrés.

Les marchés africains de titres de la dette publique ont néanmoins su tirer parti, jusqu'à la crise récente, d'un environnement économique favorable grâce à l'amélioration du cadre macroéconomique dans le continent et aux annulations de dette, qui ont amélioré la solvabilité de nombreux pays. L'intérêt accru des investisseurs étrangers a souligné l'attractivité de ces marchés naissants qui ont constitué une opportunité de diversification, dans un contexte où les primes de risque sur les actifs souverains avaient globalement fortement baissé.

Au regard des avantages que procure l'approfondissement ou la création de marchés de titres de dette en monnaie locale pour le financement du développement en Afrique, l'enjeu essentiel apparaît désormais de favoriser la poursuite de leur essor de façon durable et équilibrée.

Or les marchés africains de titres de la dette restent encore fragiles et sont confrontés à des handicaps structurels, au premier rang desquels figurent les risques élevés de défaut, le manque de taille critique, la faiblesse des infrastructures et des capacités encore insuffisantes, du côté tant des régulateurs que des émetteurs et des souscripteurs. Ces obstacles sont aggravés par le fait que certains prérequis (dans le domaine de la gestion des finances publiques ou de la politique monétaire), nécessaires à un développement maîtrisé des marchés, ne sont pas toujours remplis.

La poursuite du développement des marchés de titres de la dette publique en Afrique passe ainsi par la mise en œuvre d'actions ciblées ². Une démarche privilégiant à la fois l'intégration régionale dans les unions monétaires (afin de lever les contraintes de taille) et le pragmatisme (pour progresser de façon ordonnée sur la base de quelques objectifs prioritaires) semble plus particulièrement adaptée. Des instruments spécifiques, tels que des mécanismes de garantie d'émission, de couverture du risque de change ou des fonds d'investissement régionaux, pourraient également être envisagés, avec l'appui des institutions financières internationales ou de partenaires bilatéraux au développement. L'approfondissement de ces marchés prend une acuité particulière dans le contexte de la crise financière qui, d'une part, entraînera une réduction des flux de financement extérieurs et, d'autre part, souligne les risques encourus en cas de recyclage à l'extérieur de l'épargne nationale.

Mots-clés : Titres de la dette publique, marchés financiers africains, marchés africains des titres, financement de la dette des pays d'Afrique sub-saharienne, Afrique sub-saharienne

Codes JEL : E44, H63, O23, O55

¹ Les auteurs remercient Bernard J. Laurens, du département monétaire et des marchés de capitaux du FMI, pour ses remarques et suggestions.

² Lors de leur réunion du 3 avril 2008, les ministres des Finances et les gouverneurs de la Zone franc ont ainsi approuvé une série de recommandations pour le développement des marchés de titres de la dette dans leur zone.

I | Une forte croissance des marchés africains de titres de la dette publique depuis 1995

III | Des marchés de titres de la dette publique en monnaie locale en constante progression

Le développement de marchés domestiques, en monnaie locale, de titres de la dette publique n'est pas un phénomène récent en Afrique. De nombreux pays du continent ont en effet entrepris, dès les années quatre-vingt, des réformes destinées à favoriser l'émergence de ce mode de financement. Il faut toutefois relever qu'une sensible accélération a été observée à partir du milieu des années quatre-vingt-dix,

la période 1980-1995 étant marquée par une stagnation des encours de titres ³ (cf. tableau 1).

Alors que le ratio des encours de titres publics rapportés au PIB était resté stable pour l'Afrique sub-saharienne (ASS), autour de 11 % en moyenne de 1980 à 1994, il a atteint 15 % sur la période 1995-2000, puis 22 % en moyenne entre 2001 et 2007, soit une hausse de sept points par rapport à la période précédente. Avec le Maroc et la Tunisie, les encours de titres de la dette publique représentent 24 % du PIB des pays de l'échantillon, en moyenne sur la période 2001-2007 (cf. tableau 1).

Cette évolution globale est le résultat des politiques publiques mises en œuvre par les États africains qui ont cherché à diversifier leurs modes de financement et à disposer d'instruments plus souples pour couvrir leurs besoins. Le recours au marché a également correspondu à un objectif plus large de modernisation des systèmes financiers locaux, reposant le plus souvent sur des secteurs bancaires étroits et peu concurrentiels. Le développement de marchés de titres de la dette publique devait ainsi permettre d'offrir aux agents économiques des modes de financement alternatifs et renforcer la concurrence entre les différents canaux de financement. Dans de nombreux pays (notamment Ghana, Kenya, Nigeria, pays de l'Union économique et monétaire de l'Afrique de l'Ouest – UEMOA), un autre facteur de l'essor des marchés domestiques de titres de la dette publique a été la renonciation (soutenue par la communauté financière internationale) des États aux avances directes de la banque centrale, ceci s'inscrivant dans une tendance plus générale de renforcement de l'indépendance des banques centrales. Enfin, dans certains cas (Botswana par exemple), l'essor d'un marché des titres publics a répondu avant tout à des objectifs de politique monétaire, la banque centrale procédant directement à l'émission de bons pour stériliser l'augmentation des réserves en vue de réduire les surliquidités.

Toutefois, en dépit de la progression observée depuis 1995, la taille des marchés africains de titres de la dette publique apparaît toujours en retrait par comparaison avec celle des autres économies émergentes. D'après les données de la Banque des Règlements internationaux (BRI) ⁴, les marchés de titres de la dette publique, en monnaie locale, des grandes économies

Tableau 1 Encours de titres de la dette publique en Afrique depuis 1980

(en moyenne par sous-période, en % du PIB)

	1980 à 1989	1990 à 1994	1995 à 2000	2001 à 2007
Afrique du Sud	30	37	45	30
Bénin	0	0	0	1
Botswana	0	0	0	19
Burkina Faso	0	0	0	1
Burundi	3	2	6	1
Côte d'Ivoire	0	0	0	2
Éthiopie	16	19	10	24
Ghana	12	8	24	19
Guinée Bissau	0	0	0	2
Kenya	21	23	22	23
Malawi	13	8	9	15
Mali	0	0	0	1
Maroc	nd	nd	nd	42
Maurice	27	29	33	52
Niger	0	0	0	0
Nigeria	28	29	16	13
Ouganda	2	1	2	11
Rwanda	8	9	5	4
Sénégal	0	0	0	2
Tanzanie	26	6	12	9
Togo	0	0	0	1
Tunisie	nd	nd	nd	14
Moyenne ASS*	11	12	15	22
Moyenne ASS PPTE**	9	6	8	8
Moyenne ASS non PPTE	14	18	23	26

* ASS : Pays d'Afrique sub-saharienne

** PPTE : Pays à bas revenus éligibles à l'initiative PPTE (pays pauvres très endettés)

Sources : Christensen (2005) pour les périodes 1980-2000 ; Banque de France pour la période 2001-2007

³ Voir notice méthodologique en annexe

⁴ Committee on the Global Financial System, Financial stability and local currency bond markets, juin 2007

émergentes représentaient, à fin 2005, environ 34 % de leur PIB, certains pays comme le Brésil, la Corée du Sud, la Turquie et le Venezuela enregistrant des taux supérieurs à 50 %. Pour les pays industrialisés, ce ratio s'élevait, à fin 2005, à environ 43 %.

Par ailleurs, la taille des marchés africains reste fortement hétérogène. À côté du cas particulier des pays qui n'ont pas encore développé leur propre marché de titres de la dette publique (notamment l'Angola, la République démocratique du Congo, Saô Tomé et Príncipe, les pays de la Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale – CEMAC), trois groupes peuvent être identifiés. Un premier groupe avec l'Afrique du Sud, le Maroc et Maurice, dispose de marchés dont la taille correspond à celle des grandes économies émergentes, avec des ratios de dette titrisée rapportée au PIB supérieurs à 30 %. Un autre groupe comprend les pays à revenus intermédiaires (Botswana, Kenya, Nigeria) mais également certains pays à faibles revenus (Éthiopie, Ghana, Malawi, Ouganda), pour lesquels les encours de titres de dette publique varient entre 10 et 25 % du PIB. Enfin, un dernier groupe rassemble les autres pays à bas revenus où la taille des marchés de titres de la dette publique reste encore très restreinte, représentant entre 1 et 10 % du PIB. Pour ce troisième groupe, la période 2001-2007 ne montre pas d'évolution significative, les encours moyens des titres publics stagnent autour de 8 % du PIB, comme en 1995-2000.

I | 2 Des caractéristiques communes

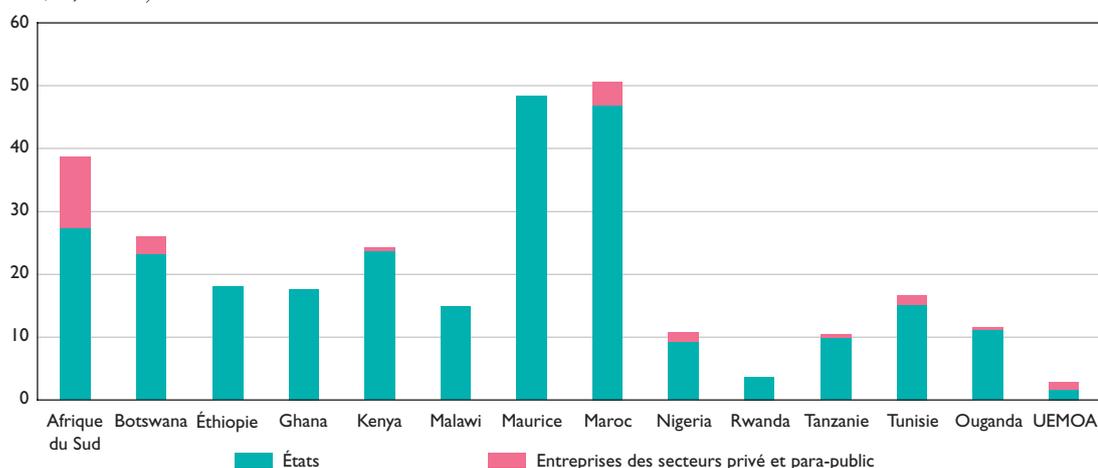
Malgré cette hétérogénéité en termes de taille relative, les marchés africains de titres de créances présentent un certain nombre de caractéristiques communes :

- Ce sont essentiellement des marchés de titres de la dette publique (cf. graphique 1). Ces derniers sont constitués quasi exclusivement de titres émis par les États, seuls quelques pays enregistrant également des émissions réalisées par les collectivités locales (Nigeria) ou les banques centrales (Botswana, Malawi, Rwanda). Les encours de titres émis par les entreprises du secteur privé et les entreprises publiques ne représentent qu'une faible part de l'encours total, le plus souvent inférieure à 10 % du stock total, à l'exception de l'Afrique du Sud (où la dette privée représentait 30 % de la dette domestique totale à la fin de 2006). Dans la très grande majorité des pays, les émissions de titres de la dette privée sont essentiellement le fait des établissements financiers.

- Les marchés africains sont caractérisés par une base étroite d'investisseurs, largement dominée par les établissements financiers (banques et, dans une moindre mesure, compagnies d'assurance essentiellement) (cf. tableau 2 ci-après). Ces établissements détenaient en moyenne, à fin 2007, près de 63 % des encours de titres publics, le secteur non financier et les banques centrales détenant respectivement 32 % et 4 %. Les investisseurs du secteur non financier

Graphique 1 Les marchés africains de titres de créance : répartition des encours par émetteur

(en % du PIB, à fin 2006)



Source : Banque de France

Tableau 2 Répartition des encours des titres publics par détenteur

(en %, à fin 2007)

	Secteur financier			Secteur non financier
	Banque centrale	Banques	Institutions financières non bancaires	
Afrique du Sud	2	19	34	45
Botswana	0	90	2	8
Burundi	0	91	7	2
Ethiopie	42	50	8	0
Ghana	10	43	8	39
Kenya	8	44	19	29
Malawi	28	27	12	33
Maroc	0	19	66	16
Maurice	1	42	15	42
Nigeria	14	65	0	21
Ouganda	21	55	10	15
Rwanda	0	54	26	20
Tanzanie	19	43	35	3
Tunisie	5	32	21	42
UEMOA	1	80	14	5
Moyenne Afrique	4	30	33	32
Moyenne ASS	6	34	24	37
Moyenne ASS PPTE	19	52	14	15
Moyenne ASS non PPTE	4	32	25	39

Source : Banque de France

sont pour l'essentiel constitués de sociétés publiques et parapubliques, la part de titres de la dette domestique détenue par les sociétés privées non financières et les particuliers étant réduite, à l'exception de quelques marchés (Afrique du Sud, Maurice, Tunisie). Dans les pays à bas revenus, les banques figurent au premier rang des détenteurs de titres (52 % de l'encours), suivies des banques centrales (19 %).

- Les marchés africains restent très peu liquides, en l'absence, dans la quasi totalité des pays, de marchés secondaires actifs. Ceci résulte de nombreux facteurs, parmi lesquels : la taille réduite et le manque de profondeur de ces marchés, l'importance des surliquidités bancaires et l'insuffisance des instruments de placement, qui conduisent les investisseurs à conserver jusqu'à l'échéance les titres souscrits (" *buy and hold* "), la très forte concentration de la base des investisseurs, une culture de marché insuffisante, qui conduit à négliger les opportunités d'arbitrage...

Toutefois, si ces caractéristiques apparaissent largement comme autant de constantes des marchés africains sur longue période, la période récente a mis en évidence certaines évolutions témoignant d'une plus grande maturité :

- La structure par terme des encours de titres s'est progressivement allongée, certains pays africains, y compris des pays à bas revenus (Ghana, pays de l'UEMOA par exemple), émettant désormais régulièrement avec des horizons dépassant cinq ans (cf. tableau 3). Si l'échantillon relativement restreint de cette étude (du fait du manque de données disponibles) et le poids de pays comme l'Afrique du Sud et le Nigeria créent des biais dans l'analyse de la structure moyenne par échéance, le tableau ci-après rend compte toutefois de la dynamique observée au cours de la période 2000-2007. Certains pays africains ont désormais une structure de leur dette publique en

Tableau 3 Maturité moyenne de la dette publique en titres

(en mois)

	2000	2007
Afrique du Sud	58,3	97,0
Botswana	2,2	14,1
Burundi	2,6	2,7
Ghana	4,1	19,3
Kenya	12,7	61,7
Maroc	87,6	123,0
Nigeria	7,6	50,9
Tunisie	24,4	52,0
UEMOA	17,5	40,1
Moyenne Afrique	43,6	76,6
Moyenne ASS	38,2	52,1
Moyenne ASS PPTE	15,1	35,3
Moyenne ASS non PPTE	41,9	49,2
À titre de comparaison :		
Amérique latine (Argentine, Brésil, Colombie, Mexique, Venezuela)	28,8	46,8
Asie émergente (Chine, Inde, Corée, Taïwan)	32,4	73,2
Europe centrale (Hongrie, Pologne, Rép. tchèque, Russie)	31,2	43,2
Moyenne économies émergentes	38,4	54,0
Moyenne pays industrialisés	76,8	68,4

Sources : Christensen (2005) pour les données à fin décembre 2000 ; Banque de France pour les données à fin décembre 2007 et pour les données sur le Maroc, la Tunisie et l'UEMOA ; BRI pour les économies émergentes et industrialisées

titres comparable à celle des économies émergentes, alors qu'avant 2000, les émissions des États africains étaient fortement concentrées sur des échéances comprises entre trois mois et un an.

- Si l'ouverture des marchés africains de titres de la dette en monnaie locale aux investisseurs non résidents reste encore limitée, du fait de régimes de contrôle des changes et de diverses restrictions administratives à la libre circulation des capitaux, les années récentes ont été marquées par une participation accrue de ces investisseurs sur les marchés du continent. L'Afrique du Sud, dont la dette publique négociable est détenue à hauteur de 15 % par des non-résidents, figure de longue date comme l'émetteur le plus attractif d'Afrique de titres de la dette publique, mais d'autres marchés ont su également susciter l'intérêt des investisseurs étrangers, comme le Botswana, le Ghana ou la Tanzanie. Au Nigeria, la part de la dette publique en titres détenue par des non-résidents atteignait 18 % à la fin de 2005. Cette part représentait 16 % en Zambie. Des pays à bas revenus ont également choisi d'ouvrir davantage leur marché aux non-résidents. Ainsi au Ghana, au Malawi et en Ouganda, près de 10 % des titres publics étaient détenus, à fin décembre 2007, par des investisseurs étrangers. Sans surprise, les pays les plus attractifs sont ceux qui émettent aussi sur les marchés internationaux et dont le contrôle des changes est le plus réduit.

2| Le développement de ces marchés, une réponse à de nombreux défis

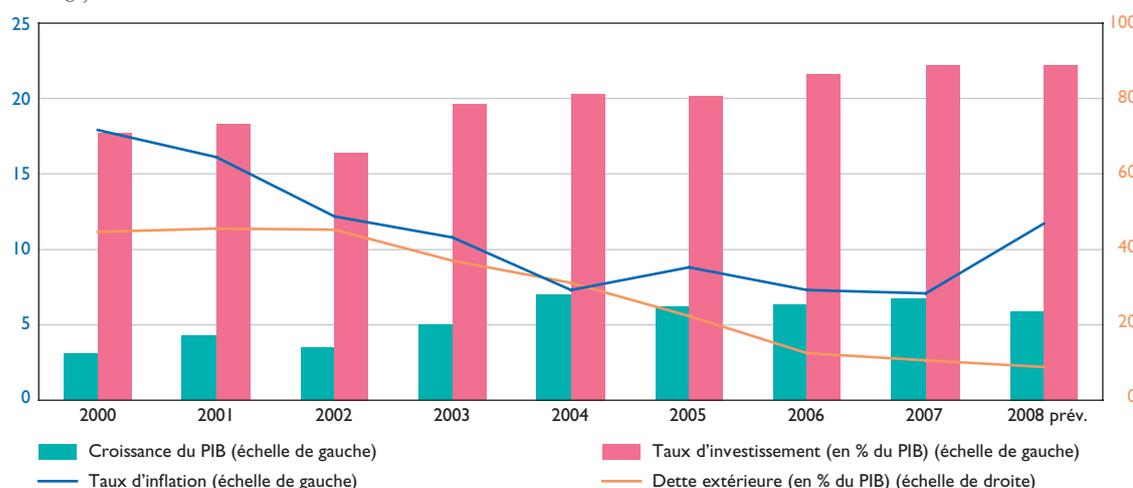
2|1 Un contexte économique favorable

Depuis la fin des années quatre-vingt-dix, la croissance des marchés financiers africains a été soutenue par un environnement économique favorable, marqué par une amélioration sensible de la qualité du cadre macroéconomique en Afrique (cf. graphique 2). L'inflation a observé une décline régulière depuis le début du siècle, passant d'environ 15 % pour l'Afrique sub-saharienne (ASS) en 2000 à 7,1 % en 2007. Un surcroît de tensions inflationnistes est, toutefois, survenu à partir de la fin de l'année 2007, en liaison avec la hausse des cours du pétrole et des principales denrées alimentaires, ce qui devrait conduire en 2008 à un taux d'inflation sensiblement plus élevé, de l'ordre de 11,7 %, selon le FMI.

Le taux de croissance du PIB des pays d'ASS est devenu moins volatil depuis 2000 et, à partir de 2004, a dépassé le rythme de 6 % par an, soit une performance historique pour la région. Pour 2008, les services du FMI prévoient un léger tassement de la croissance économique, le PIB réel des pays d'ASS devant progresser de 5,9 %. Le taux d'investissement,

Graphique 2 Afrique sub-saharienne : quelques indicateurs macroéconomiques

(en pourcentage)



Source : FMI, Perspectives économiques régionales, octobre 2008

qui s'était établi à 18,7 % du PIB en moyenne sur la période 1997-2002, s'est redressé pour atteindre 22,2 % en 2007 et devrait se stabiliser à ce niveau en 2008.

L'évolution des comptes publics traduit également les efforts engagés en faveur d'une gestion plus rigoureuse des finances publiques. Alors que le solde budgétaire global avait été déficitaire, de l'ordre de 2,6 % en moyenne, sur la période 1997-2002 pour l'ensemble des pays d'ASS, un excédent a été enregistré à partir de 2005. Atteignant 1,6 % du PIB en 2007, il devrait s'établir à 2,2 % en 2008.

La mise en œuvre des initiatives PPTE (pays pauvres très endettés) et IADM (initiative d'annulation de la dette multilatérale) d'annulation de la dette a par ailleurs permis d'améliorer la solvabilité des pays africains entrant dans le cadre de cette initiative. En outre, la vigilance de la communauté internationale à l'égard de l'endettement des pays du continent, qui s'est notamment traduite par un poids croissant des dons dans les flux d'aide, a accéléré cette évolution. Le taux d'endettement extérieur des pays d'ASS à l'égard de leurs créanciers publics est passé, en moyenne, de 45 % du PIB sur la période 1997-2002 à 10,5 % en 2007 et devrait atteindre 8,8 % en 2008. Cette évolution offre aux pays bénéficiaires des marges de manœuvre pour rechercher de nouveaux financements, sous réserve que ce réendettement s'opère de façon prudente et soutenable à moyen terme.

L'amélioration de la balance des paiements doit enfin être relevée. Le solde du compte courant des pays d'ASS, déficitaire de 2,7 % du PIB en moyenne sur la période 1997-2002, a affiché un excédent en 2005. Un déficit limité à 0,3 % du PIB est attendu pour 2008. Les réserves de change ont été confortées, représentant, à la fin de 2007, environ 5,8 mois d'importations de biens et services, contre une moyenne de 3,8 mois entre 1997 et 2002. Ces facteurs ont contribué à réduire la volatilité des taux de change nominaux des pays africains.

Dans ce contexte, les marchés africains de titres ont suscité un intérêt renouvelé de la part des investisseurs institutionnels non résidents. Pour cette catégorie d'investisseurs, les émissions de titres sur les marchés africains ont présenté des opportunités en termes de rendement et de diversification de leurs portefeuilles de placement, dans une période marquée par la baisse des taux d'intérêt sur les marchés développés

et émergents et la réduction des primes de risque sur les actifs souverains.

Le recours plus large des États africains à la notation externe (le Gabon et le Kenya ont, par exemple, sollicité pour la première fois une notation externe à la fin de 2007⁵) a également favorisé une meilleure lisibilité des politiques macroéconomiques conduites par ces pays et contribué à soutenir l'intérêt des investisseurs étrangers.

Alors que les fortes turbulences traversées par les marchés financiers des pays développés et émergents ouvrent une période d'incertitude pour les marchés de titres publics africains, il convient plus que jamais de préserver l'acquis que constitue l'existence de marchés financiers pour le financement du développement et de permettre la poursuite de leur essor sur des bases saines et durables.

2 | 2 Une réponse appropriée aux défis du financement du développement

Un recours accru aux marchés domestiques de titres de la dette publique permet en effet de poursuivre plusieurs objectifs particulièrement pertinents dans le cadre d'une stratégie de croissance durable et équilibrée.

Le développement des émissions de titres de dette sur le marché intérieur permet de diversifier les sources de financement des États et autorise une substitution progressive au financement monétaire. Le recours aux ressources des banques centrales a longtemps constitué un mode de financement traditionnel dans les pays africains mais ses conséquences néfastes sur l'inflation et permissives en matière de gestion des finances publiques font désormais l'objet d'un large consensus, ce qui a conduit les États à rechercher des modes de financement alternatifs, une démarche qui a été encouragée dans tous les programmes mis en place par le FMI sur le continent. Un nombre croissant d'États africains ont ainsi progressivement renoncé au financement monétaire des déficits publics, au profit d'un financement par émission de titres (pays de l'UEMOA, tentatives en cours dans la CEMAC, par exemple).

Par comparaison avec les financements extérieurs ou bancaires, le recours au marché financier présente plusieurs avantages pour la gestion des finances

5 Dans le cadre, il est vrai, d'émissions sur les marchés internationaux en dollars

publiques, en matière de maîtrise de l'accès à ces ressources (détermination du calendrier, des montants, des échéances), de prévisibilité (ressources non conditionnées) et d'amélioration de la gouvernance. Sur ce dernier point, le recours aux marchés obligataires crée des incitations à une plus grande transparence dans la gestion des finances publiques et favorise la conduite de politiques budgétaires et de gestion de la trésorerie plus rigoureuses (en raison de la nécessité de préserver sa crédibilité à l'intérieur du pays et du risque de sanctions de la part du marché). Certes, les conditionnalités imposées par les bailleurs de fonds, notamment ceux qui accordent des aides budgétaires, concourent aux mêmes objectifs, mais l'appropriation par les agents économiques domestiques est généralement apparue moins forte.

Par rapport aux financements bancaires, l'appel au marché financier contribue également à une meilleure transparence, d'abord parce que les conditions de financement sont publiques, ensuite parce qu'il implique la diffusion d'analyses indépendantes sur les finances publiques. Il évite également les éventuels conflits d'intérêts qui peuvent naître des relations de gré à gré entre les établissements bancaires et des États à la fois régulateurs et clients.

Enfin, le recours au marché permet d'allonger la maturité de l'endettement de l'État.

Ces objectifs de diversification et d'optimisation du financement des États passent au second plan dans deux cas :

- lorsque le budget de l'État est structurellement excédentaire et que la position nette vis-à-vis du système bancaire est positive, ce qui est le cas des pays exportateurs de pétrole en particulier ;

- lorsque le financement de la balance des paiements est un problème plus aigu que celui du budget puisque le premier objectif des émissions de titres de la dette publique sera, alors, d'attirer des investisseurs non résidents.

Enfin, le cas des pays où la dollarisation est élevée et durable relève d'une approche un peu différente, qui peut autoriser le recours à des émissions de titres publics en devises. Celles-ci peuvent en effet permettre une mobilisation de l'épargne en devises au profit de l'État, dans le cas où la défiance envers la monnaie nationale est plus forte que la défiance envers l'État. Toutefois, si les conditions sont réunies pour espérer

une baisse du taux de dollarisation, les autorités pourront privilégier des émissions en monnaie locale, incluant une clause d'indexation sur l'inflation ou sur une autre ancre nominale, ce qui permettra de soutenir la demande pour la monnaie locale.

L'essor de marchés de titres de la dette privée, y compris dans les cas particuliers évoqués précédemment, constitue généralement le second objectif prioritaire d'une stratégie de développement des émissions de titres publics.

Les émissions de titres publics constituent en effet la première étape la plus naturelle du développement d'un marché obligataire suffisamment structuré et liquide. En cela, le développement d'un marché de titres publics remplit souvent les conditions préalables nécessaires à l'essor d'un marché des titres de la dette privée, par la mise en place d'infrastructures de marché appropriées, par les effets d'apprentissage des acteurs de marché et par la constitution d'un portefeuille de titres de référence. Le développement des émissions de titres publics contribue ainsi à diversifier les modes de financement de l'économie, en favorisant l'émergence d'un nouveau canal de financement pour les entreprises d'autant plus utile que le secteur bancaire est généralement étroit et oligopolistique.

Mais le développement des marchés de titres de créances dans les pays africains est également à l'origine de gains d'efficacité, de nature à la fois macro et microéconomique. Ces avantages résultent en particulier de :

- **la couverture des besoins en financement à long terme du secteur privé.** Les besoins de financement à long terme des économies en développement sont peu ou pas couverts par les établissements bancaires, qui privilégient le plus souvent des emplois à court terme en raison de la structure de leur passif et de leurs risques, mais aussi de l'inertie des pratiques encouragée par une faible incitation à la transformation. Le développement des marchés de titres de créance permet de mobiliser l'épargne locale sur des échéances à moyen et long terme.

Les marchés d'actions restent peu développés, du fait de la faiblesse de la culture boursière, notamment des émetteurs, de l'aversion au risque des investisseurs locaux, du faible développement des investisseurs institutionnels, en particulier en raison de la sous-capitalisation des sociétés privées locales, de

la vulnérabilité de leur environnement aux chocs externes et de la faible diversification du tissu productif. L'essor de marchés de titres de créance permet de compenser ces insuffisances et d'offrir une source de financement alternative pour le secteur privé.

• **L'amélioration de l'évaluation du risque souverain comme du risque sur les émetteurs privés.** Le développement des marchés de titres de créance permet de multiplier les acteurs de l'appréciation des risques. Sinon, celle-ci demeurerait assurée par le seul secteur bancaire dont le degré généralement élevé de concentration et les modes de fonctionnement en Afrique engendrent des biais dans l'évaluation du risque.

• **La stimulation de l'épargne locale,** découragée par des rémunérations faibles sur les produits traditionnels (dépôts essentiellement), du fait du manque de concurrence entre banques et l'absence ou la rareté de produits de placement longs, avec pour conséquence des fuites de capitaux importantes.

• **La satisfaction des besoins des investisseurs institutionnels.** Plus encore que les ménages, les investisseurs institutionnels (compagnies d'assurance, caisses de retraite, fonds de pension, OPCVM...) et, dans certains cas, les États ont besoin de nouveaux supports d'investissements pour diversifier leurs risques et accroître leurs revenus.

• **L'amélioration du compte de capital de la balance des paiements.** Le développement des marchés de titres de créance permet d'attirer de nouveaux investisseurs non résidents et contribue à limiter la fuite des capitaux.

• **La recherche d'une plus grande efficacité de la politique monétaire.** À terme, le développement des marchés de titres de la dette domestique, l'amélioration de leur liquidité et de leur profondeur doivent permettre aux banques centrales de conduire des politiques monétaires plus efficaces, en leur offrant des supports d'intervention sur le marché monétaire et en rendant plus actifs les canaux de transmission des variations de taux directeurs.

• **L'amélioration de la gestion de la trésorerie des États et des entreprises.** En augmentant le coût d'opportunité de la liquidité, le développement de marchés de titres de créance favorise les arbitrages de placement et contribue à améliorer la gestion de la trésorerie.

• **Une meilleure répartition des risques de contrepartie et de transformation.**

Le développement de marchés de titres de créance permet de mieux répartir les risques de contrepartie et de transformation, en transférant une partie aux investisseurs, réduisant ainsi l'exposition du système bancaire et améliorant les possibilités des gros emprunteurs, jusque-là limitées par les ratios de division des risques, de se financer sur le marché local.

• **Enfin, pour les emprunteurs publics comme privés, le financement en monnaie locale présente des avantages importants sur des financements en devises :**

– en éliminant le risque de change, dans un contexte où la volatilité du taux de change, quoiqu'en réduction, reste très forte (cf. tableau 4) ;

Tableau 4 Volatilités (a) comparées des taux de change effectifs nominaux

	1998-2002	2003-2008
ASS hors Zone Franc (b)	36,0	9,6
Asie (c)	6,6	5,9
Amérique Latine (d)	14,9	6,8

(a) Écart-type sur données mensuelles

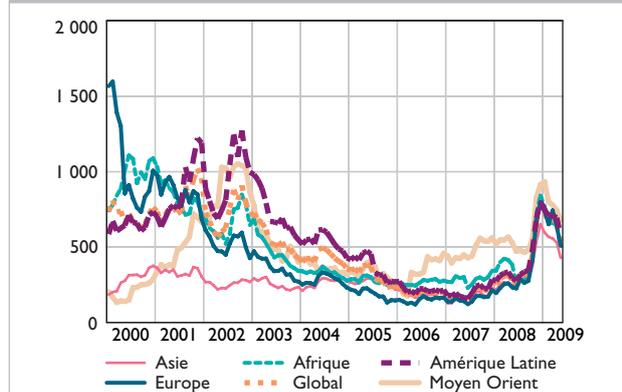
(b) Afrique du Sud, République démocratique du Congo, Ghana, Malawi, Zambie

(c) Chine, Corée, Inde, Malaisie, Pakistan, Philippines, Thaïlande

(d) Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou, Venezuela
Sources : FMI ; Banque de France.

– en réduisant le coût, dans la mesure où les *spreads* sur les pays africains restent élevés sur les marchés internationaux, même s'ils s'étaient fortement réduits avant la dernière crise financière (cf. graphique 3).

Graphique 3 Spreads sur les indices EMBI 2000 à 2008
Taux obligataires à 5 ans



3| Des obstacles structurels à la poursuite du développement nécessitant des actions ciblées

3| I Des handicaps de nature structurelle

La poursuite de l'essor des marchés africains de titres de créance risque, toutefois, de se heurter à des obstacles qui renvoient aux fragilités des économies en développement. Les marchés africains présentent en effet un certain nombre de faiblesses communes, parmi lesquelles :

- **Un niveau élevé des risques de défaillance des émetteurs, tant publics que privés.** S'agissant des émetteurs publics, bien que l'amélioration de la gestion des finances publiques ait réduit le risque souverain, l'historique de paiement des États africains, marqué, pour nombre d'entre eux, par l'accumulation d'importants arriérés intérieurs, entraîne une perception spécifique du risque auprès des investisseurs locaux. Pour les investisseurs non résidents, le risque de défaut est par ailleurs accentué par les risques de non-transfert. Ce niveau élevé des risques de défaillance n'est en outre pas toujours rémunéré de façon adéquate car l'information disponible pour appréhender ces risques est souvent insuffisante (opacité des finances publiques, comptes des entreprises non certifiés, peu ou pas d'évaluation par des agences de notation reconnues...).

- **Un manque de taille critique**, en termes de liquidité et de profondeur, des marchés existants, ce qui se traduit par des frais élevés d'émission et, surtout, de transaction, du fait de l'importance des coûts fixes. L'inexistence ou le manque de profondeur des marchés secondaires, y compris sur le compartiment interbancaire, est également à l'origine d'un risque élevé de liquidité et de volatilité des prix.

- **Un déficit d'informations fiables et structurées.** Ce déficit procède d'un manque de culture de marché et, plus fondamentalement, du faible niveau et, dans certains cas, de la dégradation

des systèmes d'information (statistiques, comptabilité des entreprises...). Il se traduit notamment par l'absence ou l'insuffisance de données fiables, accessibles et régulièrement publiées et une pratique peu répandue de la cotation des risques.

- **Une surliquidité structurelle** du secteur bancaire, conséquence notamment du contrôle des changes qui accroît les risques de distorsion de taux d'intérêt, risques déjà élevés dans les marchés naissants.

- **La faiblesse de la demande locale**⁶ du fait :

- d'un faible taux d'épargne financière, conséquence d'une répartition très inégalitaire du revenu, d'un biais des catégories les plus aisées pour l'investissement à l'étranger et de l'insuffisance des mécanismes d'épargne collective, notamment des systèmes de retraite ;

- d'un faible développement des investisseurs institutionnels, à l'exception des banques.

- **Un cadre institutionnel, légal et réglementaire pour partie inadapté** : l'insuffisance des règles relatives à la transparence et à la gouvernance des États et des entreprises, la longueur des procédures administratives encadrant l'accès au marché ou certaines dispositions réglementaires (ainsi en UEMOA de l'exigence d'une garantie bancaire couvrant 100 % des émissions non souveraines) constituent autant d'obstacles à l'essor des marchés de titres de créance.

- **Une absence de savoir-faire et de compétence**, du côté de l'offre (émetteurs), de la demande (investisseurs institutionnels, mais aussi sous-information des investisseurs particuliers) et surtout des intermédiaires, conséquence de systèmes financiers insuffisamment développés, ce qui peut aggraver et prolonger les dysfonctionnements classiques des marchés naissants (cas, par exemple, des investisseurs institutionnels qui ne font pas d'arbitrage et privilégient le plus souvent des stratégies de "buy and hold" ce qui ne favorise pas le développement du marché secondaire).

⁶ La situation de surliquidité qui a prévalu dans la plupart des économies d'Afrique depuis quelques années et qui a, d'ailleurs, été une des origines d'un intérêt renouvelé pour les marchés de titres de dette en monnaie locale ne doit pas faire oublier que la faiblesse de la demande a été, dans le passé, l'un des principaux obstacles au développement des marchés de titres de dette.

3|2 Des réformes préalables indispensables pour un développement équilibré des marchés financiers africains

L'expérience montre qu'un développement durable et équilibré des marchés de titres nécessite le respect d'un certain nombre de pré-requis fondamentaux. Une préparation et une programmation adéquates dans la mise en œuvre des projets de création de marchés financiers domestiques sont ainsi les conditions essentielles d'un passage réussi à un financement par émissions de titres.

Les principales étapes préalables doivent en particulier se concentrer sur :

- **la gestion des finances publiques** : le budget de l'État doit répondre à des critères minimaux de transparence. Les États émetteurs doivent ainsi veiller à diffuser régulièrement des informations de qualité, fiables et transparentes sur la situation des finances publiques. La mise en œuvre d'une stratégie d'émission de titres de créance requiert également des réformes préalables dans le domaine de la gestion de la trésorerie. Les États doivent, en particulier, disposer d'une bonne capacité de prévision de leurs besoins de financement à court et moyen terme, s'appuyant sur des plans de trésorerie régulièrement mis à jour. Ceci est en effet indispensable à un bon calibrage des émissions et à l'établissement de programmes d'émission fiables ;

- **le fonctionnement des marchés du crédit** : les taux d'intérêt doivent avoir été largement libéralisés, de même que l'accès des institutions financières aux concours de la banque centrale ;

- **la conduite de la politique monétaire** : celle-ci doit être capable de gérer activement le niveau de liquidité, de manière à éviter que la situation de (sur)liquidité ne distorde la formation des taux et l'évaluation du risque. La constitution d'un marché interbancaire actif constitue également un pré-requis indispensable à une utilisation plus large des mécanismes de financement de marché par l'ensemble des acteurs économiques. Il importe aussi que le financement monétaire des États soit proscrit ou, tout au moins, strictement encadré et que la transmission aux autorités monétaires de l'information relative à la politique

budgétaire soit renforcée (au moins au niveau des prévisions de la liquidité).

En outre, sans être une condition préalable, la libéralisation des mouvements de capitaux peut créer des incitations efficaces à la modernisation de la politique monétaire et à la libéralisation des marchés. Elle constitue un élément-clé de l'ouverture aux non-résidents du marché de titres de la dette publique en monnaie locale.

3|3 La nécessité d'actions ciblées

Les contraintes propres aux marchés africains requièrent la mise en œuvre d'actions spécifiques, qui pourraient plus particulièrement reposer sur :

- **une approche régionale** afin de lever les handicaps liés à l'absence de taille critique et d'améliorer la gouvernance des régulateurs de marché, en renforçant leur indépendance. Cette approche est particulièrement appropriée dans le cadre d'unions monétaires (ce qui est le cas, par exemple, des pays de la Zone franc), à condition toutefois que les obstacles aux mouvements de capitaux intra-régionaux soient levés et que des efforts coordonnés soient entrepris pour faciliter le développement des autres marchés financiers sous-régionaux (marché interbancaire, bourse des valeurs, ...), sans se concentrer exclusivement sur le marché des titres de la dette publique. Si les pays de l'UEMOA et de la CEMAC se sont engagés dans cette voie, des pays n'appartenant pas à une même zone monétaire peuvent également stimuler le développement de leurs marchés locaux en favorisant une plus grande convergence de leurs réglementations, en abolissant certaines contraintes administratives aux mouvements de capitaux ou en mettant en place des infrastructures de marché communes ou, du moins, compatibles entre elles. Certains pays de l'Afrique australe, dans le cadre de la SADC (*Southern African Development Community*), et de l'Afrique de l'Est cherchent ainsi depuis 2006-2007 à rapprocher leurs marchés financiers pour bénéficier d'une dynamique régionale.

- **Une démarche pragmatique**. La création et le développement de marchés locaux de titres de créance doivent pouvoir s'appuyer sur des stratégies pragmatiques, bâties autour d'objectifs limités mais

rigoureusement ordonnés. Quelques axes prioritaires pourraient être notamment de :

- développer un marché primaire en privilégiant les émissions à court terme, avant d'allonger progressivement les maturités et de constituer un compartiment obligataire ;

- préférer la régularité des émissions à des opérations de gros montants mais trop ponctuelles ;

- veiller à la qualité de la signature des émetteurs, notamment des États, par la définition de stratégies de gestion de la trésorerie, l'adoption de procédures transparentes d'émission, la mise en place de systèmes de spécialistes en valeurs du Trésor crédibles et efficaces, le respect des programmes d'émission, la diffusion systématique au marché d'informations détaillées sur le résultat des opérations ;

- mettre en place des infrastructures de marché (règlement-livraison, dépositaire central) adéquates, correspondant aux volumes d'opérations à traiter⁷. Dans le cadre de marchés naissants, la prise en charge de ces missions par des structures publiques, de manière directe (par la banque centrale ou des structures *ad hoc*) ou indirecte (par des subventions ou des avantages fiscaux), peut s'avérer nécessaire, avant de les confier à des entités privées ;

- s'abstenir de toute forme de sur-réglementation susceptible de générer des distorsions dans les comportements des émetteurs ou des souscripteurs, sans efficacité réelle. Dans la phase de démarrage des marchés, le besoin d'une réglementation simple, transparente, suffisamment souple et comprise par l'ensemble des acteurs est généralement essentiel afin d'éviter des effets excessivement restrictifs sur l'offre de titres.

- **L'extension des mécanismes de garantie des émissions obligataires des États et du secteur privé**, par la signature d'institutions spécialisées dans le financement du développement, telles que la Banque

africaine de Développement (BAD), l'Agence française de Développement (AFD), la Société financière néerlandaise pour le développement (FMO), la Société financière internationale (SFI) ou PROPARCO.

- **La mise en place d'instruments multilatéraux de couverture du risque de change**. À l'image du *Currency Exchange Fund* (TCX) créé fin 2007 par le FMO, de tels fonds, abondés par les organismes multilatéraux d'aide au développement, pourraient offrir aux investisseurs recherchant des titres en monnaie locale une protection contre le risque de change, sous forme de *swaps* de devises ou de contrats à terme.

- **La création de « pools » de réserves officielles de changes qui pourraient être investies dans des titres de dette à long terme en monnaie locale**, afin de surmonter le handicap de monnaies différentes et non convertibles pour développer les flux intra-régionaux. Dans le cas de pays dont la monnaie reste inconvertible et vulnérable, il est souhaitable d'envisager des modalités permettant de réduire le risque, par exemple en limitant les investissements de ces fonds à des émissions bénéficiant d'indexation ou de garantie. Dans tous les cas, il est important de veiller à assurer une gestion prudente des réserves, en définissant des règles strictes encadrant le mandat de gestion des fonds. L'initiative lancée fin 2007 par la BAD en vue de la création d'un Fonds obligataire africain, qui associerait des banques centrales du continent, s'inscrit dans ce cadre.

- **L'ouverture progressive du compte de capital**. L'ouverture des marchés locaux aux émetteurs et aux investisseurs non résidents peut s'avérer utile pour, respectivement, structurer le marché et bénéficier d'effets d'apprentissage, et pour accroître le volume de financement. Toutefois, l'incidence de cette libéralisation doit être soigneusement étudiée⁸, avec notamment l'aide des institutions financières internationales, et peut nécessiter, au moins dans un premier temps, la mise en place de dispositifs limitant les effets de cette ouverture sur le système de changes et la volatilité du taux de change.

⁷ Des infrastructures surdimensionnées entraînent des coûts de transaction élevés qui nuisent au développement des marchés.

⁸ Si elle ne constitue pas, en théorie, une condition nécessaire de l'ouverture des marchés aux investisseurs non résidents, l'ouverture du compte de capital est en pratique un élément indispensable pour susciter une demande significative, sans prime de risque excessive. L'ouverture aux émetteurs non résidents n'implique pas d'ouverture du compte de capital, si le produit de cette émission est investi sur place. En outre, l'existence d'un contrôle des changes engendre des « poches » de liquidité qui peuvent attirer un émetteur non résident.

Annexe

Note méthodologique

Il existe peu de données agrégées disponibles sur les marchés africains de titres de la dette publique couvrant la période récente. Les travaux les plus exhaustifs sur ce sujet ont été publiés par J. Christensen (2005), qui offrait une série de données détaillées couvrant 27 pays d'Afrique sub-saharienne, sur la période 1980-2000. Les pays de la Zone franc étaient exclus de l'analyse.

Aussi, la présente étude avait également pour objectif de combler, dans toute la mesure du possible, l'absence de données disponibles depuis 2000.

À cette fin, deux sources ont été privilégiées :

- l'exploitation systématique des données publiées par les banques centrales africaines. La plupart d'entre elles publient en effet sur leur site Internet des informations relativement précises sur leurs marchés des titres domestiques. À défaut, l'étude s'est appuyée sur les informations fournies par les rapports annuels des banques centrales ;
- une enquête a été conduite pour les besoins de la présente étude par le réseau à l'étranger des Missions économiques du ministère français de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi. Cette enquête a permis non seulement de collecter des données sur les marchés africains de titres, en particulier dans les pays publiant peu ou pas de statistiques sur ce sujet, mais également de répertorier les grandes caractéristiques des différents cadres réglementaires en vigueur.

L'échantillon a été défini de façon à s'approcher de celui retenu par Christensen, afin de prolonger jusqu'en 2007, sans rupture méthodologique significative, les séries de données collectées sur la période 1980-2000. Les huit pays ouest-africains appartenant à la Zone franc (UEMOA)⁹ ont néanmoins été inclus dans l'échantillon, la situation des marchés financiers dans ces pays ayant fondamentalement évolué par rapport à la période d'analyse précédente. De même, les principaux marchés de titres d'Afrique du Nord (Maroc, Tunisie) ont été pris en compte.

Aussi des données agrégées sont fournies pour quatre groupes de pays :

- les pays d'Afrique sub-saharienne à bas revenus éligibles à l'initiative PPTE : Bénin, Burkina Faso, Burundi, Côte d'Ivoire, Éthiopie, Ghana, Guinée Bissau, Malawi, Mali, Niger, Ouganda, Rwanda, Sénégal, Tanzanie, Togo ;
- les pays d'Afrique sub-saharienne à revenus intermédiaires non éligibles à l'initiative PPTE : Afrique du Sud, Botswana, Kenya, Maurice, Nigeria ;
- l'Afrique sub-saharienne, incluant l'ensemble de ces pays ;
- l'Afrique, incluant le Maroc et la Tunisie.

Les données recensées ont porté sur les encours de titres de dette publique incluant les bons du Trésor, les obligations et les titres émis par les banques centrales. En revanche, les catégories spécifiques de titres représentatifs de créances titrisées sur les États n'ont pas été retenues dans le champ de la présente étude. Des statistiques ont également été collectées sur la structure par maturité des encours de titres et les catégories de détenteurs par secteur économique. À ce titre ont été inclus dans le secteur financier non bancaire les compagnies d'assurance, fonds de pension et OPCVM ainsi que les organismes publics ou para-publics à vocation financière (Caisse des dépôts, par exemple). Le secteur non financier inclut les entreprises commerciales des secteurs privé et para-public, les particuliers et les agents non résidents.

⁹ Bénin, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Guinée Bissau, Mali, Niger, Sénégal, Togo

Bibliographie

Arnone (M.), Laurens (B.), Segalotto (J.F.) et Sommer (M.) 2007

“Central Bank Autonomy: Lessons from Global Trend”, FMI Working Paper 07/88

Banque Africaine de Développement (2007)

African Fixed Income Guidebook, mai

Banque de France (2006)

« L'essor des marchés de la dette publique en Afrique sub-saharienne : le cas de l'UEMOA », *Rapport annuel de la Zone franc*

Banque mondiale (2007)

“Developing the Domestic Government Debt Market: From Diagnostics to Reform Implementation”, avril

Banque mondiale – FMI (2001)

“Developing Government Bond Markets”, a handbook

BRI – Banque de Réserve d'Afrique du Sud (2007)

“Financial markets developments in Africa: new challenges for central banks?”, novembre

Beaugrand (P.), Loko (B.) et Mlachila (M.) (2002)

“The Choice Between External and Domestic Debt in Financing Budget Deficits: The Case of Central and West African Countries”, FMI, Working Paper 02/79

Burger (J.D.) et Warnock (F.E.) (2006)

“Local Currency Bond Markets”, FMI Staff Papers, Vol. 53

Christensen (J.) (2005)

“Domestic Debt Markets in Sub-Saharan Africa”, FMI Staff Papers, Vol. 52, n° 3

Committee on the Global Financial System (2007)

“Financial Stability and Local Currency Bond Markets”, BRI, CGFS Papers, n° 28, juin

Deutsche Bundesbank (2007)

“Bond markets in emerging market economies”, *Financial Stability Review*, novembre

Diffo Ngtiopop (G.) (2002)

« Gestion de la dette publique intérieure par le marché financier et nouveaux défis pour les pays africains de la Zone franc », *Pôle Dette* n° 3, juin

Dufrénot (G.), Houessou (E.) et Nonfodji (E.) (2007)

« Politique budgétaire et dette dans les pays de l'UEMOA », *Economica*

Fonds Monétaire International (2007)

“Local-Currency Government Debt Markets in Africa: Experiences and Policy Challenges”, *World Economic and Financial Surveys, Regional Economic Outlook*, avril

Kempf (H.) et Lanteri (M.) (2008)

« La gouvernance des banques centrales dans les pays émergents et en développement : le cas de l'Afrique subsaharienne », *Bulletin de la Banque de France* n° 171, mars

Sy (A.N.R.) (2006)

“Financial Integration in the West African Economic and Monetary Union”, FMI, Working Paper 06/214

Sy (A.N.R.) (2007)

“Local Currency Debt Markets in the West African Economic and Monetary Union”, FMI, Working Paper 07/256

Yartey (C.A.) et Adjasi (C.K.) (2007)

“Stock Market Development in Sub-Saharan Africa: Critical Issues and Challenges”, FMI, Working Paper 07/209