

**TENDANCES ÉCONOMIQUES DANS LES PAYS PARTENAIRES**

**2005**

*Rapport établi par le*

*Service de conseil pour les questions économiques de développement (DEAS)*

**Juillet 2005**

# TENDANCES ÉCONOMIQUES DANS LES PAYS PARTENAIRES

## Table des matières

RÉSUMÉ ET CONCLUSIONS .....	3
APERÇU DES TENDANCES ÉCONOMIQUES RÉCENTES ET DES PROBLÈMES STRUCTURELS DANS LES PAYS PARTENAIRES <i>par Pedro de Lima et Simona Bovha Padilla</i> .....	4
1. Introduction .....	4
2. Aperçu général.....	4
3. Évolution de la situation des pays partenaires .....	6
3.1 Les Pays partenaires méditerranéens.....	6
3.2 Afrique subsaharienne.....	7
3.3 Caraïbes .....	10
4. L'impact du tsunami .....	11
LA GESTION DES RISQUES DE CATASTROPHES NATURELLES DANS LES PAYS EN DÉVELOPPEMENT : PROBLÈMES ET OPTIONS POSSIBLES <i>par Valerie Herzberg</i> .....	12
1. Récapitulatif des faits.....	12
2. Caractéristiques des coûts financiers associés aux catastrophes naturelles.....	13
3. Que faut-il faire ? .....	15
4. Pourquoi l'assurance et la prévention sont-elles aussi peu développées ? .....	18
5. Conclusion .....	20
ÉVOLUTION DES MARCHÉS OBLIGATAIRES EN MONNAIE LOCALE DANS LES PAYS MÉDITERRANÉENS, AFRICAINS ET CARAÏBES <i>par Peter Kuenzel</i> .....	21
1. Contexte.....	21
2. Évolutions récentes des marchés obligataires locaux.....	24
3. Marché régional des titres publics de l'ECCU .....	31
4. Conclusion .....	31

## RÉSUMÉ ET CONCLUSIONS

Le rapport annuel sur la situation économique des pays partenaires, établi par le Service de conseil pour les questions économiques de développement (DEAS), comprend un aperçu général des performances récentes des pays partenaires à la lumière des grandes tendances de l'économie mondiale. Il comporte aussi deux sections thématiques, dont la première est consacrée aux problèmes de la prévention et de la gestion des catastrophes naturelles, dramatiquement illustrés par le tsunami de décembre 2004 dans l'océan Indien. La seconde section thématique analyse l'émergence, dans les pays méditerranéens, africains et caraïbes, des marchés obligataires en monnaie locale, auxquels on commence à s'intéresser en tant que moyen de consolider la stabilité macroéconomique et de mobiliser l'épargne intérieure.

La section contenant l'aperçu général met en évidence le rythme d'activité rapide que l'économie mondiale a connu en 2004, sous l'effet de circonstances financières assez favorables. Conjuguée à des préoccupations d'ordre géopolitique et à des limitations au niveau des capacités, une demande dynamique a entraîné les prix du pétrole jusqu'à des niveaux nominaux que l'on n'avait plus vus depuis le début des années 80. Les évolutions du marché pétrolier ont lourdement grevé la situation des pays importateurs de pétrole et ranimé les craintes d'une spirale inflationniste, mais elles ont aussi créé un environnement régional bénéfique pour les pays partenaires méditerranéens en y affermissant la demande et l'investissement privé. De même, l'importance croissante prise par le secteur pétrolier en Afrique subsaharienne a contribué aux performances robustes de cette région sur le plan de la croissance. Bien que celle-ci y ait été plus modérée que dans d'autres régions en développement, elle n'en a pas moins atteint un niveau inégalé depuis 8 ans, et 2004 a été la dixième année consécutive au cours de laquelle les revenus par habitant ont enregistré une augmentation nette. Cela étant, la réalisation des objectifs du Millénaire pour le développement d'ici à 2015 par la plupart des pays de la région demeure un objectif lointain. Dans ce contexte, la décision prise par les ministres des Finances du G8 lors de leur réunion des 10 et 11 juin, consistant à annuler la dette relevant de l'initiative PPTTE de tous les pays atteignant le « point d'achèvement », éclaircit l'horizon à moyen terme de la région et il est à espérer qu'elle soutiendra les efforts que celle-ci déploie en vue d'améliorer sa gouvernance et ses politiques de développement.

La section thématique traitant des catastrophes naturelles analyse les raisons qui expliquent pourquoi leur coût est si élevé dans les pays en développement et passe en revue différentes possibilités d'action et leurs limitations. Les calamités naturelles sont devenues de plus en plus coûteuses au cours des trente dernières années, ce qui traduit à la fois la fréquence accrue des phénomènes de grande ampleur et leur impact plus important en raison de l'urbanisation rapide et de l'accroissement démographique que connaissent de nombreuses régions exposées. Dans les pays en développement, l'impact s'est trouvé amplifié par l'insuffisance des moyens de prévention et des dispositifs d'assurance contre les risques, que ce soit le fait du secteur privé ou celui des pouvoirs publics. Les lacunes en matière d'atténuation des risques tiennent à de nombreuses raisons : pour n'en citer que quelques-unes, on évoquera l'ampleur des événements, leur caractère imprévisible et le « dilemme du bon Samaritain » - le fait de s'attendre à recevoir de l'aide a posteriori. Il serait éventuellement possible de remédier à certaines de ces carences grâce à des politiques publiques bien conçues, mais dans les pays en développement, les politiques suivies ont fréquemment d'autres priorités. Même lorsque ce n'est pas le cas, les incitations sont biaisées et/ou de courte durée et les moyens de mise en œuvre inadaptés, ce qui laisse penser que les organisations internationales de développement pourraient jouer un rôle plus important et plus efficace dans le domaine des politiques générales.

La section thématique consacrée aux marchés obligataires en monnaie locale expose l'important potentiel qu'offre le développement des instruments d'emprunt nationaux pour ce qui est de favoriser la stabilité macroéconomique et de générer de la croissance dans les pays méditerranéens, africains et caraïbes (MAC), car il peut contribuer à réduire les risques liés aux monnaies et aux paiements, à améliorer le fonctionnement des marchés financiers locaux et à mobiliser l'épargne. Les conditions de la mise en place de marchés obligataires en monnaie locale dans les pays MAC se sont considérablement améliorées et certains progrès commencent à être enregistrés sur la voie de leur développement. Il reste cependant bon nombre de mesures supplémentaires à prendre avant que ces marchés soient à même de donner tout leur potentiel. On mentionnera, par exemple, la poursuite du renforcement de la stabilité macroéconomique, l'amélioration des cadres réglementaires et des mécanismes de contrôle ainsi que celle des systèmes de règlement, l'accroissement de la transparence, le développement de la structure des échéances au moyen d'émissions de référence, l'élargissement des possibilités d'accès au marché, la réduction du recours au financement bancaire traditionnel et l'encouragement de la coopération avec les partenaires étrangers.

Le présent rapport a été rédigé sur la base des informations disponibles au 25 mai 2005.

# APERÇU DES TENDANCES ÉCONOMIQUES RÉCENTES ET DES PROBLÈMES STRUCTURELS DANS LES PAYS PARTENAIRES

par Pedro de Lima et Simona Bovha Padilla

## 1. Introduction

- 1.1 La présente section examine les tendances récentes dans les pays partenaires à la lumière de l'évolution de l'économie mondiale. Elle identifie par ailleurs un certain nombre de facteurs qui ont exercé une influence décisive sur la situation des différentes régions – prix du pétrole et des produits non pétroliers, fin des accords multifibres et mise en œuvre de réformes structurelles – et décrit leurs perspectives de croissance à court et moyen terme.

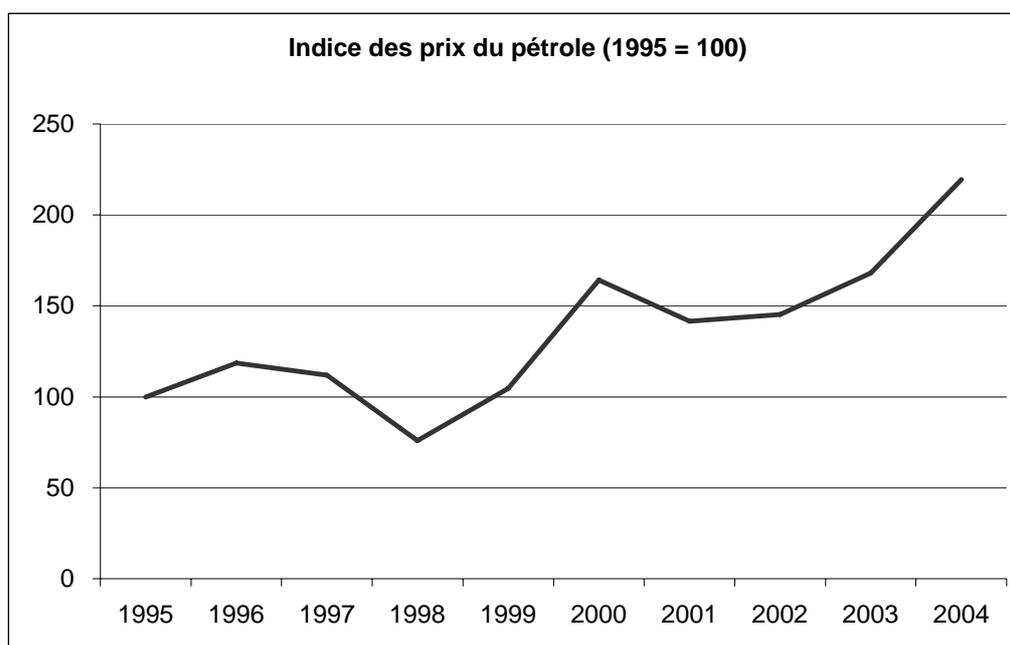
## 2. Aperçu général

- 2.1 En 2004, l'économie mondiale a enregistré une croissance de 5,1 % par rapport à l'année précédente, l'un des meilleurs taux de ces 20 dernières années. Ce résultat est imputable à la vigueur de la consommation et à la croissance de l'investissement aux États-Unis, à des niveaux d'investissement et de production plus élevés que prévus en Chine et à des niveaux d'activité globalement robustes dans les économies de marché émergentes et en développement dont le PIB réel a crû de 7,2 % pendant l'année. La plupart des régions du globe ont profité de ces niveaux d'activité élevés, qui ont fait progresser les volumes d'échange mondiaux de 10 % en termes annuels. Ce taux – le plus élevé depuis 2000 – reflète également l'intégration croissante de la Chine dans l'économie mondiale.
- 2.2 Dans une large mesure, les facteurs à l'origine de ces solides performances s'inscrivent dans le sillage des mesures de lutte contre la récession adoptées par de nombreux pays développés lors du ralentissement de 2000/2001, notamment les mesures de relance budgétaire aux États-Unis et l'assouplissement général des conditions monétaires. Bien que la plupart des pays développés aient commencé à resserrer leur politique monétaire dès 2004, les taux d'intérêt sont restés proches de zéro en termes réels, avec des taux d'intérêt à long terme bien inférieurs, semble-t-il, aux niveaux d'équilibre. Les ménages – et davantage encore les entreprises – ont profité de cet environnement favorable : les premiers ont consolidé leur situation financière et les secondes leur bilan, dégagant par la même occasion un niveau de recettes confortable. Les anticipations inflationnistes restant remarquablement faibles, les écarts de crédit ont atteint des points bas historiques qui, combinés à l'afflux de liquidités sur les marchés mondiaux, ont entraîné les investisseurs dans une quête de rendement. Dans ce contexte, et compte tenu de la diminution perçue des facteurs de vulnérabilité sur les marchés émergents, les pays émergents ont bénéficié d'entrées de capitaux privés substantielles.
- 2.3 En dépit de ce bilan très positif pour l'économie mondiale en 2004, il faut signaler certains faits préoccupants ainsi que l'apparition ou l'aggravation de quelques déséquilibres. S'agissant de la première catégorie de problèmes, la zone euro et le Japon – à savoir la deuxième et la troisième principales régions économiques du monde – ont déçu, avec des taux de croissance bien inférieurs à leur potentiel respectif. Dans la zone euro, la croissance a été particulièrement apathique au second semestre. De fait, pendant cette période, la contribution des exportations nettes est devenue négative et l'indice de confiance des entreprises s'est dégradé. Au Japon, la reprise amorcée en 2003 sous l'effet des exportations a subi un coup d'arrêt au deuxième trimestre 2004, avec un déclin brutal des exportations, mais aussi de l'investissement et de la consommation. Bien que les résultats de ces deux régions reflètent la faiblesse de la demande intérieure, ils sont aussi étroitement liés à la dépréciation du dollar américain par rapport à leurs monnaies respectives.
- 2.4 Cette dépréciation du dollar américain – tendance qui s'est fait jour au début de 2002 et qui reste l'un des faits économiques saillants de 2004 – est étroitement liée à l'un des principaux déséquilibres qui menacent la stabilité de l'économie mondiale : le déficit de la balance des opérations courantes des États-Unis. Cependant, même avant qu'elle ne regagne du terrain sur l'euro, la monnaie américaine s'était peu dépréciée en termes effectifs réels en raison de sa stabilité par rapport aux monnaies des principaux partenaires commerciaux des États-Unis sur les marchés émergents. En tout état de cause, cette dépréciation n'a pas empêché le déficit courant américain d'atteindre en 2004 le record historique de 660 milliards d'USD (6,6 % du PIB). En outre, grâce à cette constellation de facteurs économiques et financiers plutôt favorable, les États-Unis ont pu financer leur déficit courant relativement facilement, même si les achats nets étrangers d'actifs du secteur privé – substantiels à la fin des années 90 – se sont taris et sont devenus négatifs au premier semestre 2004, remplacés par les achats d'obligations et de bons du Trésor américains par les banques centrales asiatiques. Malgré tout, l'ampleur du déficit courant américain, combinée à une dette extérieure nette très élevée (de l'ordre de 2 700 milliards de

dollars d'après les estimations), représentent une menace sérieuse pour l'économie mondiale, d'autant plus que les flux financiers sont largement tributaires de facteurs liés à la confiance qui peuvent changer relativement rapidement, auquel cas le dollar et la balance des opérations courantes pourraient subir une correction beaucoup plus précipitée.

- 2.5 Dans une certaine mesure, la contrepartie du déficit courant américain est une forte accumulation de réserves de change dans les pays en développement. Leurs excédents courants, qui augmentent régulièrement depuis 2000 et atteignent en 2004 153 milliards d'USD, alimentent ce phénomène. Fin 2004, les réserves de change détenues par les pays en développement étaient estimées à 1 600 milliards d'USD, ce qui équivaut à une augmentation de 31 % par rapport à 2003 et de près de deux fois et demie le volume détenu au début de 2000. Bien que la Chine se taille la part du lion sur ce total (près de 40 %), l'expansion des réserves se répartit à peu près uniformément entre l'ensemble des pays en développement. À la fin de 2004, la situation pouvait être qualifiée d'excessive par certains aspects, puisque dans un grand nombre de pays, les réserves couvrent aujourd'hui six mois d'importations ou de service de la dette à court terme. Bien que les réserves soient de nature à améliorer la qualité de crédit d'un pays, elles induisent aussi certains coûts pour leurs détenteurs – coût de la stérilisation monétaire et coûts associés à d'éventuelles pertes en capital en cas de fluctuations des monnaies fortes. L'expansion éventuelle des positions de change chinoises a causé une certaine nervosité sur les marchés des changes, de nombreux intervenants ayant appelé à une réévaluation du renminbi chinois.
- 2.6 L'année 2004 a également été marquée par l'appréciation rapide du prix du pétrole, qui est passé de 30 USD le baril au début de 2004 à plus de 50 USD ces derniers mois. Cette hausse est allée de pair avec une augmentation sensible de la demande de pétrole, liée au surcroît d'activité de l'économie mondiale. En particulier, la moitié environ des 2,7 millions de barils supplémentaires consommés quotidiennement en 2004 (3,4 % de hausse par rapport à 2003, soit le rythme de croissance le plus élevé depuis 1976) l'ont été par la Chine, les pays en développement dans leur ensemble ayant absorbé les trois quarts de ce volume d'après les estimations. L'augmentation de la demande de pétrole – qui devrait encore progresser de 1,5 million de barils en 2005 – s'est heurtée à des contraintes du côté de l'offre, à savoir des stocks et des réserves de production réduits, qui ont aiguillonné les cours. Cette spirale a par ailleurs été entretenue par la reprise des tensions politiques et militaires au Moyen-Orient. Pour les pays producteurs de pétrole, cette hausse opportune du cours du pétrole s'est traduite par un afflux massif (et largement inattendu) de recettes et par une croissance solide des économies nationales. Pour les pays non producteurs, la flambée des prix pétroliers a alimenté quelques anticipations d'inflation, qui pour la plupart ne se sont pas encore concrétisées. Dans la mesure où les tendances du marché pétrolier ne devraient pas dévier notablement de leur trajectoire récente durant le second semestre 2005, les pressions inflationnistes devraient persister – quoique la plupart des prévisionnistes professionnels comptent sur un léger tassement des cours pétroliers.

**Graphique 1 : Indice des prix du pétrole en dollars**



Source: FMI

2.7 S'agissant des perspectives à court et moyen terme, de l'avis général, la croissance de l'économie mondiale devrait s'infléchir en 2005 et 2006 pour revenir à des valeurs proches de la moyenne historique (de l'ordre de 4 %), à l'image de l'évolution des économies américaine et chinoise, principaux moteurs de la croissance. Aux États-Unis, le resserrement continu de la politique monétaire stimulera l'épargne et, ce faisant, favorisera la réduction du déficit courant et l'apaisement du marché de l'immobilier. Par ailleurs, la hausse des taux d'intérêt offre aux investisseurs étrangers une autre bonne raison d'acheter des titres de dette américains, ce qui contribuera également au financement du déficit courant. D'un autre côté, la politique budgétaire reste légèrement expansionniste ou, tout au moins, ne fournit guère d'incitations à l'épargne. En Chine, la croissance s'est quelque peu ralentie depuis la fin de 2004, un phénomène qui reflète les tendances de l'économie mondiale mais aussi le fléchissement du marché des semi-conducteurs et la hausse du prix du pétrole. Combinée à l'accumulation substantielle des réserves de change, cette hausse des prix pourrait inciter les autorités à resserrer la politique monétaire. Les perspectives du Japon restent relativement moroses, mais certains signes indiquent une amélioration des paramètres économiques fondamentaux – amélioration de la rentabilité des entreprises, renforcement du secteur bancaire et gains de productivité à l'échelle de l'économie entière. Néanmoins, la déflation n'a pas été complètement vaincue et en durcissant les cibles de liquidité comme elle l'a fait récemment, la Banque du Japon a fait douter les marchés de l'engagement du gouvernement à maintenir la politique poursuivie depuis quelques années. Dans la zone euro, les prévisions de croissance pour 2005 ont été progressivement revues à la baisse à mesure que l'on avançait dans l'année, des indicateurs clés tels que le niveau de production industrielle reflétant une situation économique désespérément atone. De plus, les niveaux de confiance, qui étaient déjà faibles, ne se sont pas revigorés après les consultations récentes sur l'avenir politique de l'Union, comme en témoigne le récent recul de l'euro par rapport aux autres grandes monnaies. Si elle se poursuit, cette dépréciation pourrait néanmoins ranimer la demande extérieure.

### **3. Évolution de la situation des pays partenaires**

#### **3.1 Les Pays partenaires méditerranéens<sup>1</sup>**

3.1.1 Depuis quelques années, la croissance dans les PPM suit une courbe ascendante et la tendance s'est encore accélérée en 2004. Si la palme revient incontestablement à la Turquie, dont le PIB réel a augmenté de quelque 8 %, tous les autres pays n'en ont pas moins enregistré une assez robuste croissance liée à une conjoncture mondiale favorable et à l'amélioration de la situation régionale sous l'effet de l'évolution du marché pétrolier. Ces facteurs ont à leur tour stimulé la demande intérieure en Jordanie, au Liban, en Tunisie et en Turquie, qui ont bénéficié d'une forte augmentation de l'investissement et de la consommation privés. En Algérie, en revanche, le ralentissement de l'expansion du secteur énergétique s'est répercuté sur la croissance économique durant l'année 2004. Enfin, victime d'un secteur pétrolier défaillant et de difficultés d'adaptation aux réalités économiques de l'après-guerre en Irak, la Syrie arrive en queue de peloton.

3.1.2 Grâce à une combinaison de facteurs – vigueur du marché pétrolier, augmentation des fonds rapatriés par les travailleurs, afflux d'aide extérieure lié à des facteurs politiques et reprise récente du secteur du tourisme – le compte courant extérieur de la région s'est globalement amélioré. Le redressement a été particulièrement sensible dans les pays du Maghreb, l'Algérie se prévalant en 2004 d'un excédent courant de près de 15 % du PIB (qui résulte en grande partie des recettes pétrolières). L'amélioration du compte courant extérieur de la région est encore plus marquée si l'on exclut la Turquie. En effet, la solide reprise économique que connaît la Turquie depuis deux ou trois ans a été soutenue par l'essor des dépenses intérieures, qui ont dopé les importations et creusé le déficit courant (5 % du PIB en 2004).

3.1.3 La plupart des pays ont poursuivi les réformes structurelles engagées dans le but d'améliorer le climat de l'investissement. Plusieurs pays de la région ont mis en œuvre des réformes budgétaires dans le passé récent. L'Algérie a amélioré sa transparence budgétaire et créé un fonds de régulation des recettes pétrolières pour constituer des réserves. En Jordanie, les mesures budgétaires adoptées par le gouvernement pour accroître les recettes fiscales et juguler les dépenses courantes ont sensiblement amélioré la situation budgétaire. Plus récemment, l'Égypte a engagé une profonde réforme de la fiscalité et des douanes, tandis que le Maroc s'est lancé dans l'élaboration d'une stratégie visant à réduire son déficit budgétaire structurel, en coopération avec la Banque mondiale et le FMI. S'agissant du secteur financier, le gouvernement égyptien a lancé un programme de restructuration financière afin

---

<sup>1</sup> Dans les sections qui suivent et à des fins d'analyse, les Pays partenaires méditerranéens (PPM) sont divisés en deux groupes : le Maghreb (Algérie, Maroc et Tunisie), et le Mashrek (Égypte, Gaza et Cisjordanie, Jordanie, Liban, Syrie) et la Turquie. Eu égard à son niveau de développement beaucoup plus élevé, Israël n'est pas inclus dans cette analyse.

d'enrayer l'érosion des résultats des banques commerciales. De son côté, le Maroc a commencé à restructurer ses banques publiques spécialisées. Enfin, l'Algérie a récemment pris des mesures pour renforcer les systèmes de paiement et améliorer la réglementation et la supervision prudentielles.

3.1.4 Le bilan de la privatisation dans la région est pour l'instant mitigé : certains programmes sont au point mort, tandis que d'autres ont donné quelques résultats positifs, notamment au Maroc et en Jordanie. Par ailleurs, plusieurs pays ont créé des incitations pour encourager l'initiative privée. Ainsi, en Algérie, l'entrée en vigueur de la nouvelle loi sur les hydrocarbures, qui vise à ouvrir le secteur aux investissements privés, offre des perspectives prometteuses. De même, au Maroc, l'amélioration du fonctionnement des marchés du travail, la rationalisation des procédures d'investissement et la mise en œuvre de réformes judiciaires sont des progrès non négligeables.

3.1.5 Bien que l'état des réformes et la volonté des gouvernements de s'y tenir soient variables, les mesures adoptées jusqu'à présent ont déjà permis d'améliorer le climat de l'investissement dans la région et ont suscité des réactions positives de la part des investisseurs privés. De fait, depuis 2001, la région reçoit des flux croissants de capitaux privés (tant sous la forme de titres de dette que de prises de participations). En 2004, leur valeur a dépassé 4 % du PIB, la Turquie, le Maroc, la Tunisie et la Jordanie figurant parmi les principaux pays bénéficiaires. Les entrées de capitaux privés restent substantielles également au Liban, où elles correspondent, entre autres, à des investissements dans le secteur immobilier et à des afflux d'épargne régionale.

**Tableau 1 : Principaux indicateurs économiques – Pays partenaires méditerranéens**

	Croissance du PIB réel (%)				Inflation (%)				Solde budgétaire (% du PIB)				Balance courante (% du PIB)			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
<b>Maghreb</b>	3,1	6,2	5,1	4,4	2,1	2,4	3,3	2,9	-1,7	0,5	0,7	2,8	3,5	6,4	6,2	8,7
<b>Mashrek et Turquie</b>	5,9	4,7	6,4	4,8	26,6	16,2	9,8	7,6	-1,7	0,5	0,7	2,8	-0,5	-1,4	-2,5	-2,1

Source : FMI

## 3.2 Afrique subsaharienne

3.2.1 L'un des faits économiques les plus intéressants de 2004 réside dans la croissance de 5 % du PIB réel de l'Afrique subsaharienne. Bien qu'il ne diffère pas de la moyenne mondiale et soit sans commune mesure avec le dynamisme soutenu que continuent d'afficher d'autres pays en développement, notamment certains pays asiatiques, ce taux est le meilleur enregistré par la région depuis huit ans et marque dix années consécutives de croissance réelle positive. En outre, bien que la croissance ne se répartisse pas uniformément entre les pays de la région (les producteurs de pétrole ayant enregistré les gains les plus importants), tous ont connu une croissance positive en 2004 à l'exception de la Côte d'Ivoire, des Seychelles et du Zimbabwe. Un point positif pour la région tient à ce que sa croissance s'appuie non seulement sur le contexte économique mondial globalement favorable, mais aussi sur des facteurs purement internes. Premièrement, l'activité économique a profité de l'apaisement des conflits dans un certain nombre de pays – le Burundi et la République centrafricaine – même si la région du Darfour au Soudan, la Côte d'Ivoire, le Zimbabwe et diverses parties de la République démocratique du Congo sont toujours en proie à des troubles. Deuxièmement, un nombre grandissant de pays ayant mené à bon terme les réformes nécessaires pour atteindre le point d'achèvement de l'initiative PPT, l'allègement de la dette continue de soutenir la stabilité macroéconomique. Enfin, la mise en exploitation de nouveaux champs de pétrole en Afrique australe et en Afrique centrale et la reprise de la production agricole en Afrique de l'Est et en Afrique centrale – en Éthiopie, au Malawi et au Rwanda – ont stimulé l'activité économique.

**Tableau 2 : Principaux indicateurs économiques – Afrique subsaharienne**

	Croissance du PIB				Inflation (%)				Solde budgétaire (% du PIB)				Solde du compte courant (% du PIB)			
	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005	2002	2003	2004	2005
<b>Afrique subsaharienne</b>	3,5	4,1	5,0	5,0	12,5	13,7	9,1	9,2	-2,8	-2,3	-0,7	-0,6	-3,5	-2,4	-1,6	-1,1
<b>Pays africains producteurs de pétrole<sup>a</sup></b>	4,1	8,0	6,9	6,8	18,6	17,0	12,9	11,1	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-8,3	-3,4	2,3	5,5
<b>Afrique de l'Est<sup>b</sup></b>	4,6	3,7	6,5	5,9	3,8	8,3	8,1	5,9	-3,4	-2,9	-2,3	-1,8	-4,7	-4,4	-5,3	-5,3
<b>Afrique centrale<sup>c</sup></b>	5,2	4,4	7,5	5,0	6,3	3,4	2,2	4,5	0,0	0,7	1,9	3,0	-9,6	-4,3	-0,9	-0,7
<b>Afrique de l'Ouest<sup>d</sup></b>	2,1	7,6	3,2	5,6	9,6	10,7	10,4	11,0	-3,5	-2,5	2,7	4,6	-7,0	-3,2	0,0	2,6
<b>Afrique australe<sup>e</sup></b>	3,7	2,9	4,1	4,6	19,8	24,4	13,4	11,3	-2,4	-2,6	-2,5	-3,0	-0,8	-1,9	-2,2	-2,8

<sup>a</sup> Angola, Cameroun, Tchad, République du Congo, Côte d'Ivoire, Guinée Équatoriale, Gabon, Nigeria et São Tomé-et-Principe.

<sup>b</sup> Djibouti, Érythrée, Éthiopie, Kenya, Soudan, Tanzanie et Ouganda.

<sup>c</sup> Burundi, Cameroun, République centrafricaine, Tchad, République du Congo, République démocratique du Congo, Guinée Équatoriale, Gabon, Rwanda, São Tomé-et-Principe.

<sup>d</sup> Bénin, Burkina Faso, Cap-Vert, Côte d'Ivoire, Gambie, Ghana, Guinée, Guinée-Bissau, Libéria, Mali, Mauritanie, Niger, Nigeria, Sénégal, Sierra Leone et Togo.

<sup>e</sup> Angola, Botswana, Lesotho, Madagascar, Malawi, Mozambique, Namibie, Afrique du Sud, Swaziland, Zambie et Zimbabwe.

Source : FMI

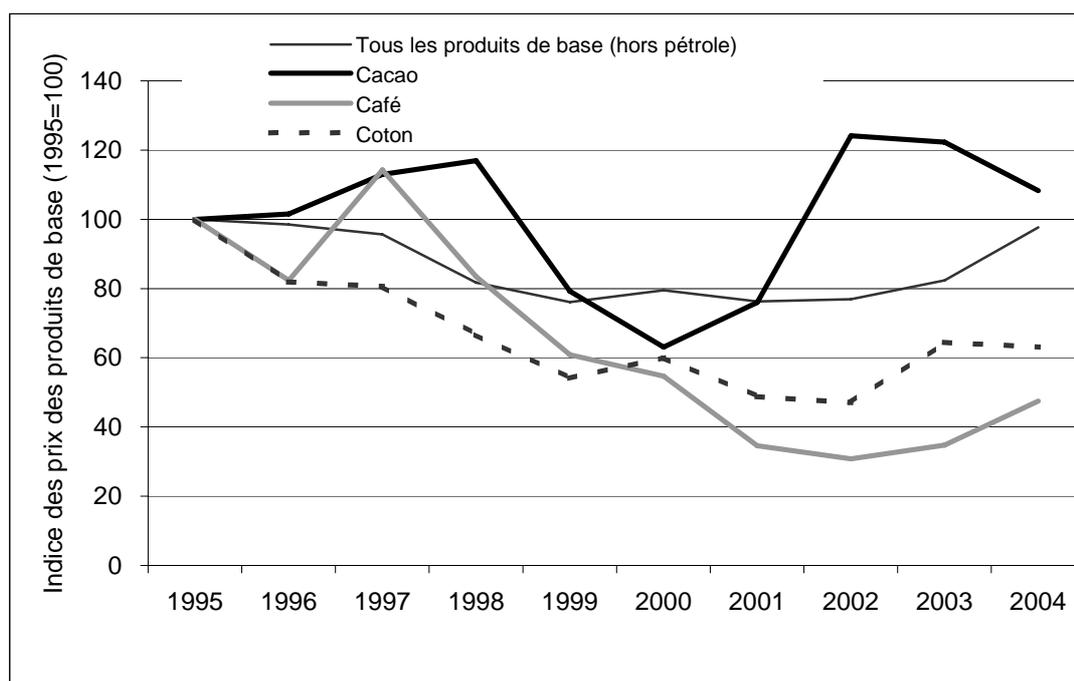
3.2.2 A 6,9 %, la croissance de la production a été beaucoup plus vigoureuse dans les pays producteurs de pétrole. Les capacités de production ont modestement augmenté au Nigeria mais ont grimpé en flèche dans d'autres pays, du fait de la mise en exploitation de nouveaux gisements en Angola, au Tchad, en République du Congo et en Guinée Équatoriale. Par rapport à 2003, les exportations de pétrole ont augmenté dans tous les pays producteurs de la région à l'exception du Cameroun et du Gabon. Aussi les comptes courants sont-ils passés d'un déficit moyen de 3,4 % en 2003 à un excédent de 2,3 % en 2004. Rompant avec leurs pratiques passées, et dans un contexte d'amélioration volontariste de la transparence des opérations du secteur pétrolier, la plupart des pays producteurs de pétrole ont profité de la manne pétrolière pour améliorer leur situation budgétaire, soit en réduisant leurs arriérés internes et externes – Angola, République du Congo, Gabon et Nigeria – soit en remboursant les emprunts onéreux contractés à l'étranger – Angola et Gabon. Au Tchad, les recettes additionnelles ont été versées dans un fonds de stabilisation, comme l'exige la législation, et une mesure similaire a été adoptée au Nigeria. En faisant le choix de la responsabilité budgétaire, les gouvernements sont parvenus à maîtriser l'inflation, même si, au bout du compte, le dynamisme économique a entraîné une augmentation des prix supérieure à la moyenne dans les pays producteurs de pétrole (par rapport à l'Afrique subsaharienne). Toutefois, la réponse relativement contenue de la grande majorité des pays producteurs de pétrole face aux rentrées de fonds largement inattendues de 2004 permet d'envisager l'avenir à court terme avec optimisme. D'après la plupart des prévisionnistes professionnels, les cours pétroliers devraient s'élever en moyenne en 2005. Cela est de bon augure pour l'Afrique subsaharienne, qui devrait voir ses capacités de production augmenter régulièrement dans les années à venir et devrait s'imposer comme un producteur pétrolier important. En 2005, par exemple, le Nigeria disposera de capacités supplémentaires suite au démarrage de l'exploitation d'un grand gisement pétrolier offshore.

3.2.3 Parmi les principales régions d'Afrique subsaharienne, l'Afrique de l'Ouest est la seule qui ne semble pas avoir participé à l'essor économique général et, au demeurant, plutôt homogène du continent. Plusieurs raisons expliquent ce manque relatif de synchronisme, au-delà du fait qu'un nombre sensiblement élevé de pays ouest-africains sont en conflit ou dans une situation de sécurité précaire. Premièrement, le prix du coton a décliné d'environ 30 % en dollars et de près de 40 % en euros en 2004, la production mondiale ayant parallèlement augmenté de 22 % selon les estimations. Vingt-quatre pays d'Afrique subsaharienne représentent environ 6 % de la production mondiale, et les pays de la zone CFA totalisent les deux tiers environ de la production de la région. Parmi les pays ouest-

africains, l'impact de la baisse des prix devrait être particulièrement marqué (de l'ordre de 2 à 3 % du PIB) au Bénin, au Burkina Faso, au Mali et au Togo, les exportations de ces quatre pays représentant de 5 à 8 % de leur PIB respectif. Deuxièmement, en tant que membres de la zone CFA, le Bénin, le Burkina Faso, la Guinée-Bissau, le Mali, le Niger et le Togo sont devenus beaucoup moins compétitifs du fait de la dépréciation du dollar par rapport à l'euro, auquel leurs monnaies sont liées. En fait, les économies de la zone CFA sont de plus en plus tributaires des marchés de la zone dollar, les États-Unis et l'Asie. Si la dépréciation du dollar a exercé un effet tampon partiel dans le cas des prix pétroliers, elle a empêché le secteur exportateur de ces pays de tirer parti des hausses de prix enregistrées par la plupart des produits de base (autres que le coton) en 2004. Troisièmement, certains pays de la région ont été durement touchés par l'invasion de criquets – la plus redoutable depuis 15 ans. Bien que les dégâts aient été moins étendus qu'on le craignait initialement, ce fléau a affecté les populations tributaires de l'agriculture de subsistance.

- 3.2.4 Dans l'ensemble, les perspectives de croissance de l'Afrique subsaharienne n'ont certainement pas été aussi prometteuses depuis plusieurs années. Néanmoins, les risques politiques et économiques sont encore bien présents. Par exemple, la Côte d'Ivoire et la région des Grands Lacs restent en proie à des conflits ou à un climat de sécurité fragile. En outre, le manque de diversification de la plupart des économies de la région les rend vulnérables aux catastrophes naturelles, notamment les sécheresses, et aux fluctuations des prix des produits de base.
- 3.2.5 L'un des facteurs susceptibles de ralentir la croissance économique de l'Afrique subsaharienne à moyen terme est la suppression des quotas sur les textiles et l'habillement à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2005. Le processus d'élimination des quotas a commencé il y a une décennie, mais sa mise en œuvre a été lente et tous ses effets ne se sont pas encore fait sentir. Bien que la part de l'Afrique dans les exportations mondiales de textiles soit minime (de l'ordre de 1 % en 2002 et 2003), cette catégorie d'exportations revêt une grande importance pour les économies de quelques pays africains. Ces pays vendent la plupart de leurs exportations (trois quarts du total) sur les marchés des États-Unis et de l'Europe, qui sont précisément ceux où la concurrence devrait le plus s'intensifier suite à l'élimination des quotas. En outre, les exportations africaines se concentrent sur les produits qui étaient auparavant contingentés.
- 3.2.6 Dans ces conditions, la région restera tributaire du soutien de la communauté internationale et de sa volonté d'accomplir un pas décisif vers l'éradication de la pauvreté. Il est à noter qu'en 2004, alors que de nombreux pays ont bénéficié d'un volume d'aide étrangère en hausse, l'aide publique en pourcentage du PIB versée aux pays d'Afrique subsaharienne a légèrement diminué. D'un autre côté, le fardeau de la dette extérieure a diminué en 2004 à mesure que de nouveaux pays – Éthiopie, Ghana, Madagascar, Niger et Sénégal – ont atteint le point d'achèvement de l'Initiative PPTTE. Dans les pays qui ont atteint le point d'achèvement, l'aide s'est maintenue à 4,7 % du PIB en moyenne. Un quart des pays de la région ont reçu une aide supérieure à 7 % du PIB, le plus souvent sous la forme d'un soutien budgétaire. Dans ce contexte, la décision prise par les ministres des Finances du G8 lors de leur réunion des 10 et 11 juin d'annuler la dette de tous les PPTTE ayant atteint le point d'achèvement éclaircit les perspectives à moyen terme des pays de la région et devrait, si tout va bien, soutenir leurs efforts en vue d'une meilleure gouvernance et de politiques de développement plus efficaces.

## Graphique 2 : Prix des produits non pétroliers



Source: FMI

### 3.3 Caraïbes

3.3.1 Les pays des Caraïbes sont confrontés à un environnement économique difficile depuis quelques années. Leur accès préférentiel aux marchés étrangers a commencé à s'éroder lorsque l'Organisation mondiale du commerce s'est prononcée contre ces accords commerciaux préférentiels, au point que de lourdes pressions s'exercent actuellement sur les secteurs traditionnels du sucre et de la banane d'un grand nombre de ces pays. Par exemple, Saint-Christophe-et-Niévès a annoncé des plans de réduction de sa production sucrière et de privatisation partielle de la compagnie sucrière nationale. Ces mesures nécessiteront de redéployer et de recycler une grande partie de la main-d'œuvre. Au versant positif, la Trinité-et-Tobago connaît actuellement une période d'essor économique largement liée à ses ressources en pétrole et en gaz. Ce pays, qui est déjà le premier fournisseur de gaz naturel liquide des États-Unis, est déterminé à capitaliser sur ses succès passés et envisage d'approvisionner par gazoduc d'autres îles de l'Est des Caraïbes.

3.3.2 En 2004, les ouragans saisonniers ont été particulièrement destructeurs : la Grenade a subi des pertes estimées à 885 millions d'USD, soit près du double du PIB national, et les îles Caïmans, les Bahamas, Cuba, la République dominicaine et Haïti ont été durement touchées également. Pour une grande partie des Caraïbes, le défi le plus immédiat en 2005 sera donc de se remettre de ces pertes, un objectif à la réalisation duquel pourrait contribuer le secteur du tourisme. Malheureusement, la situation des finances publiques dans la région est médiocre et jette une ombre sur la viabilité future de la dette publique.

Tableau 3 : Principaux indicateurs économiques – Caraïbes

Caraïbes	2002	2003	2004	2005
Croissance du PIB réel (%)	3,2	2,7	2,6	3,3
Inflation	5,0	16,5	24,9	7,0
Solde budgétaire (en % du PIB)	-3,7	-3,9	-2,4	-0,7
Balance courante (en % du PIB)	-5,7	0,7	-0,6	-2,8

Source : FMI

#### 4. L'impact du tsunami

- 4.1 Bien que le Rapport annuel sur la situation économique n'analyse pas les tendances des pays ALA habituellement, l'édition 2005 ne serait pas complète si elle passait sous silence le raz-de-marée qui a dévasté les pays riverains de l'océan Indien à la fin de décembre 2004. Les coûts humains de cette catastrophe naturelle sont presque sans équivalent dans l'histoire récente : d'après les estimations, 140 000 personnes ont péri dans la catastrophe, 150 000 sont portées disparues et un demi-million ont été déplacées de leur foyer. Les coûts économiques sont eux aussi considérables, mais inégalement répartis entre les pays touchés. En Inde, la plus grande des économies affectées par le tsunami, les coûts sont estimés à 0,2 % du PIB et la croissance économique ne devrait pas s'en ressentir en 2005. A l'autre extrémité, les dégâts infligés aux Maldives s'élèvent à environ 50 % du PIB et les prévisions de croissance pour 2005, qui ont été réduites de 5,5 points de pourcentage, ne dépassent plus 1 % désormais.
- 4.2 Dans les trois autres principaux pays touchés par le tsunami, l'Indonésie, Sri Lanka et la Thaïlande, les estimations des coûts et de l'impact infligé à la croissance économique pour 2005 sont beaucoup plus réduites qu'aux Maldives, même si elles sont loin d'être négligeables. Dans tous ces pays, les efforts de reconstruction ont commencé rapidement après la catastrophe et ont bénéficié d'un soutien massif de la communauté internationale. Les estimations des dégâts infligés à ces pays sont de 0,5 % du PIB pour la Thaïlande, 1,6 % pour l'Indonésie et 4,5 % pour Sri Lanka.
- 4.3 Le tourisme est l'un des secteurs qui a le plus souffert, en particulier en Thaïlande. La reprise devrait néanmoins être relativement rapide (les touristes reviennent déjà dans les zones affectées, telles que la côte occidentale de la Thaïlande et Bali en Indonésie), et beaucoup plus en tout cas qu'elle ne l'a été lorsque le syndrome respiratoire aigu sévère (SRAS) et la grippe aviaire (toujours présente) ont frappé la région en 2003. Un autre secteur durement touché est celui de la pêche. Sri Lanka, en particulier, aurait perdu près des deux tiers de sa flotte de pêche et plusieurs de ses principaux ports de pêche ont été détruits. Dans son cas, la reprise sera plus longue car les pêcheurs auront du mal à financer l'acquisition de nouveaux bateaux et équipements de pêche. C'est à Sri Lanka que l'impact sur la croissance est le plus significatif (0,75 point de moins pour 2005). En Indonésie et en Thaïlande, il est beaucoup plus limité.
- 4.4 Il va sans dire que l'effort de reconstruction pèsera sur les finances publiques et la balance courante, même si l'impact sera atténué par l'aide substantielle que la communauté internationale s'est engagée à verser. En outre, en mars 2005, le Club de Paris a accordé aux pays touchés par le raz-de-marée un moratoire sur leur dette jusqu'à la fin de l'année. L'efficacité des efforts de reconstruction dépendra d'une part de la mesure dans laquelle les promesses d'aide seront honorées, et d'autre part de la capacité des pays bénéficiaires à affecter l'aide aux secteurs qui en ont besoin, en limitant au minimum les délais administratifs et la corruption.
- 4.5 La section thématique qui suit analyse plus en détail la question de la gestion des catastrophes naturelles, dont le tsunami offre une triste illustration. Les tendances économiques des pays touchés par la catastrophe sont décrites à la fin du rapport.

**Tableau 4 : L'impact économique du tsunami en 2005**

Pays	Croissance du PIB réel en 2005		Inflation (%)		Balance courante (% du PIB)		Solde budgétaire (% du PIB)	
	Avant le tsunami	Après le tsunami	Avant le tsunami	Après le tsunami	Avant le tsunami	Après le tsunami	Avant le tsunami	Après le tsunami
<b>Indonésie</b>	5,5	5,25-5,5	6,0	6,0	1,9	2,1	-1,0	-1,3
<b>Sri Lanka</b>	6	5,3	10,5	12,0	-3,2	-5,3	-7,1	-8,4
<b>Thaïlande</b>	5,9	5,6	3,0	n.d.	2,4	n.d.	1,2	n.d.

Sources : IIF, FMI.

# LA GESTION DES RISQUES DE CATASTROPHES NATURELLES DANS LES PAYS EN DÉVELOPPEMENT : PROBLÈMES ET OPTIONS POSSIBLES

par Valerie Herzberg

L'ampleur des dégâts causés par le raz-de-marée dans l'océan Indien en décembre 2004 rappelle opportunément que les catastrophes naturelles représentent un risque significatif pour les pays en développement. Les chocs climatiques ou sismiques de grande ampleur sont particulièrement néfastes à la croissance de ces pays, du fait de la plus grande vulnérabilité de leurs cadres institutionnels. L'objectif de cette section est d'analyser pourquoi les catastrophes naturelles sont aussi coûteuses et pourquoi, malgré cela, la prévention et l'assurance sont encore si peu développées. Elle examine également les moyens possibles d'améliorer la gestion de ces risques dans les pays en développement.

## 1. Récapitulatif des faits

1.1 Si les occurrences des catastrophes naturelles sont géographiquement dispersées, ce n'est pas le cas des pertes en vies humaines.<sup>1</sup> Des statistiques récentes du PNUD sur les risques de catastrophe à l'échelle mondiale révèlent que l'Afrique est la région qui déplore le plus grand nombre de victimes de catastrophes [Tableau 1].<sup>2</sup> Néanmoins, la valeur médiane est relativement faible, ce qui signifie qu'un petit nombre de pays sont touchés par un petit nombre d'événements extrêmes. En revanche, la distribution des pertes dans le Pacifique et les Caraïbes est moins asymétrique, ce qui donne à penser que les catastrophes naturelles sont plus uniformément réparties entre les pays – et peut-être de ce fait plus prévisibles. Pour ce qui est de la nature de ces catastrophes, si l'on se concentre sur les PPM<sup>3</sup> et les pays ACP, la majorité des sécheresses surviennent en Afrique (Soudan, Éthiopie, Mozambique), la plupart des tremblements de terre dans les PPM (Turquie et Algérie) et les cyclones dans les Caraïbes et le Pacifique. Les inondations affectent un grand nombre de pays dans toutes les régions.

Tableau 1 : Nombre de victimes lors de catastrophes naturelles par million d'habitants 1980-2000

	Afrique	Caraïbes	Pacifique	PPM	Autres*
<b>Moyenne (des pays)</b>	24,9	5,8	10,6	3,8	18,2
<b>Médiane</b>	0,9	2,9	6,3	1,1	0,9
<b>Maximum</b>	327	21,7	33,3	16,4	605
<b>Minimum</b>	0,04	0,19	2,3	0,35	0,01
<b>Écart-type</b>	75,1	6,8	10,8	5,9	76,1
<b>Nombre d'observations (pays)</b>	43	10	8	7	84

Source : PNUD (2004).

\* Inclut les pays développés et en développement.

1.2 L'analyse de l'impact des différents types de catastrophe naturelle montre qu'il n'existe pas de lien direct entre le nombre d'événements par an, l'exposition physique des populations et les coûts humains [Tableau 2]. Les sécheresses sont les catastrophes qui font le plus de victimes – en termes absolus et relatifs – alors qu'une fraction de la population plus importante est exposée aux tremblements de terre et que les inondations ne sont pas beaucoup moins fréquentes. Par exemple, la Somalie est le pays où les inondations font le plus de victimes, et ce nombre paraît démesuré par rapport à la stricte quantité d'événements [Tableau 3]. A l'inverse, Haïti affiche une fréquence et un niveau d'exposition élevés, mais des pertes humaines proportionnellement bien moindres qu'en Somalie. Cela tend à montrer que pour une catastrophe donnée, d'autres facteurs liés, par exemple, à la géographie, aux niveaux de revenu, à la solidité des institutions ou à la stabilité politique ont une influence déterminante sur l'ampleur des pertes en vies humaines.

<sup>1</sup> Les catastrophes naturelles recouvrent ici les tremblements de terre, les inondations, les sécheresses et les cyclones.

<sup>2</sup> Il faut garder à l'esprit que ces statistiques n'intègrent pas les effets du tsunami de 2004 en Asie du Sud-Est.

<sup>3</sup> Les PPM désignent les Pays partenaires méditerranéens couverts par la FEMIP.

**Tableau 2 : Coût des catastrophes et exposition des populations dans les pays ACP et les PPM entre 1980 et 2000**

	Nombre moyen d'événements par an	Exposition physique en % de la population	Nombre de victimes par an	Nombre moyen de victimes par million d'habitants
<b>Inondations</b>	0,30	5,3	11,7	1,4
<b>Sécheresses</b>	0,31	6,2	2409	93,5
<b>Tremblements de terre</b>	0,24	7,2	139	2,9
<b>Cyclones tropicaux</b>	0,29	6,1	17,2	4,3

Source : PNUD

**Tableau 3 : Inondations : coûts et exposition des populations (1980-2000)**

	Nombre moyen d'événements par an	Nombre de victimes par an	Nombre moyen de victimes par million d'habitants	Nombre de personnes exposées par an (milliers)	Exposition physique en % de la population
<b>Somalie</b>	0,5	117,6	15,4	579	7,6
<b>Haïti</b>	0,8	11,9	1,7	2399	34,7
<b>Médiane FEMIP + ACP</b>	0,2	3,4	0,5	245	2,8
<b>Médiane totale</b>	0,3	4,7	0,5	632	4,9

Source : PNUD

## 2. Caractéristiques des coûts financiers associés aux catastrophes naturelles

2.1 En ce qui concerne les coûts financiers, si, d'après les modèles de croissance économique classiques, les catastrophes naturelles n'exercent qu'un impact à court terme sur les stocks de capital et la production, les effets négatifs sur la croissance économique et le développement peuvent être plus tenaces dans les faits.<sup>4</sup> Par exemple, des travaux du FMI montrent que lorsque la situation des finances publiques est déjà précaire avant la survenue d'une catastrophe, la reconstruction – et avec elle la reprise – prennent du retard. Dans les pays où les institutions sont faibles, la gestion de la dette et la conduite de la politique budgétaire et monétaire deviennent difficiles. Par ailleurs, les pouvoirs publics ont tendance à différer ou atténuer les réformes structurelles. Les catastrophes naturelles sont également néfastes aux efforts d'éradication de la pauvreté. Les pauvres sont particulièrement exposés aux catastrophes : ils vivent dans des zones reculées, à l'écart des principaux réseaux de transport (70 % des pauvres vivent en milieu rural dans le monde) ; leur richesse se compose essentiellement d'actifs physiques (tels que la terre et les animaux), qui sont très exposés aux catastrophes naturelles ; et ils n'ont aucun moyen d'atténuer ces risques (par exemple en souscrivant une assurance). En résumé, les catastrophes naturelles imposent un fardeau plus lourd aux pays en développement, qui n'ont pas les mêmes capacités pour les gérer [voir le Tableau 4].

<sup>4</sup> Les catastrophes naturelles peuvent réduire le potentiel de croissance en entravant le processus d'absorption du progrès technologique.

**Tableau 4 : Estimation des coûts directs des catastrophes naturelles récentes<sup>5</sup>**

Événement	Pays	Dégâts en milliards d'USD	Pertes en % du PIB
Tremblements de terre 1999	Turquie	22	5
Inondations 1998	Chine	30	0,7
Ouragan Mitch 1998	Équateur	2,9	14,6
Ouragan Mitch	Honduras	3	20
Ouragan Mitch	Nicaragua	1	8,6
Ouragan Mitch	États-Unis	1,96	0,03
Inondations 1998	Pologne	3,5	3
Tremblements de terre 1995	Japon	95-147	2,5
Ouragan Andrew 1992	États-Unis	26,5	0,5
Cyclones/inondations	Bangladesh	1	5

Source : FMI

2.2 Non seulement les coûts des catastrophes naturelles ne sont pas négligeables, mais ils augmentent au fil du temps (Graphique 1). Tandis que le PIB mondial a progressé d'environ 3,4 % par an depuis 1950, la hausse des coûts directs des catastrophes est estimée à plus de 7 % par an. Cette évolution peut être rattachée à deux facteurs : un impact plus marqué (dû à une plus grande vulnérabilité) et une fréquence plus élevée des événements météorologiques extrêmes. Selon Munich Re, le nombre d'événements extrêmes est passé d'une vingtaine sur la période 1950-1959 à près de 90 dans les années 90 (Graphique 1). Il se pourrait que l'augmentation de la fréquence des perturbations météorologiques soit liée au réchauffement de la planète.<sup>6</sup> C'est pourquoi le Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GEIEC) s'attend à ce que l'Hémisphère Sud (et donc un grand nombre de pays en développement) soit particulièrement touché par les perturbations climatiques à l'avenir. Par exemple, selon le GEIEC, il y a 90 à 99 % de probabilités pour que les inondations et les sécheresses deviennent plus fréquentes en Amérique latine, que le relèvement du niveau des mers affecte les économies insulaires et que les cyclones tropicaux s'intensifient au XXI<sup>e</sup> siècle. Il semble que les petits États insulaires en développement soient particulièrement menacés.<sup>7</sup>

2.3 Toutefois, comme les coûts augmentent à un rythme plus rapide que le nombre de catastrophes, on peut penser que leurs effets sont plus destructeurs que par le passé (Graphique 1). Le développement économique rapide et incontrôlé, qui s'est traduit par l'accélération de l'urbanisation et la croissance de la population, est pour beaucoup dans cette évolution. Depuis 1960, la proportion de citadins a doublé dans les pays en développement pour atteindre environ 40 %. Il en a résulté un degré de vulnérabilité accru auquel ont concouru plusieurs facteurs : regroupements de population dans des zones dangereuses ; concentration dans les villes exposées aux risques<sup>8</sup> ; limitation des capacités institutionnelles et économiques, qui a favorisé le développement de zones de peuplement informelles aux constructions disparates ; et dégradation de l'environnement. De plus, le déboisement et les autres politiques visant à accroître la superficie des terres cultivables ont accentué la fragilité de nombreuses économies à faible revenu et encore très rurales.

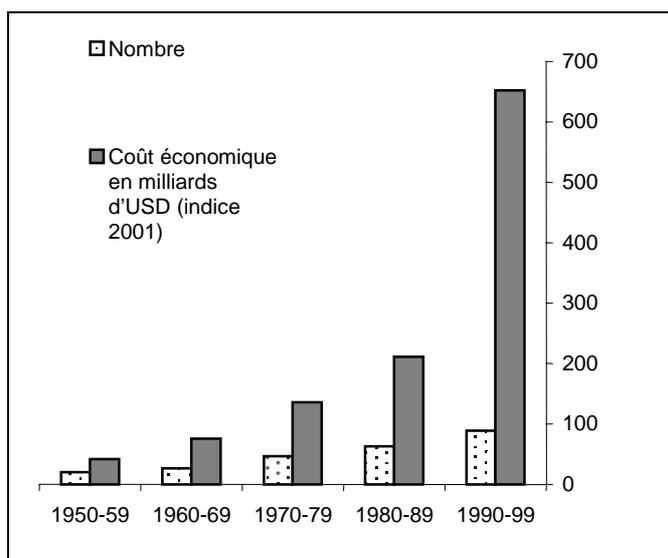
<sup>5</sup> Les coûts directs mesurent les pertes de stocks équivalentes au coût de remplacement des actifs physiques détruits.

<sup>6</sup> Plusieurs mécanismes semblent entrer en jeu. Par exemple, le réchauffement de la surface de la Terre accentue l'évaporation et donc accélère le cycle de l'eau, ce qui intensifie les précipitations.

<sup>7</sup> Il faut cependant signaler que la contribution des activités humaines au réchauffement de la planète et leurs conséquences futures exactes sont encore mal connues.

<sup>8</sup> Par exemple, 13 des 19 mégapoles mondiales sont exposées à un niveau de risque accru lié au relèvement du niveau de la mer, aux inondations et aux dégâts causés par le vent.

**Graphique 1 : Nombre de catastrophes et pertes directes estimées**



Source : Munich Re

### 3. Que faut-il faire ?

- 3.1 Selon la logique économique, si les risques de catastrophe locale sont jugés trop élevés par rapport aux revenus futurs attendus d'une région donnée, la population résidente doit émigrer. Sinon, il lui faut investir dans la prévention des catastrophes et la gestion des risques pour réduire le coût effectif des catastrophes naturelles. Les pouvoirs publics doivent mettre en place des mesures et dispositifs d'atténuation des risques (projections des catastrophes, cartes des zones à risques, systèmes d'alerte avancée, défenses côtières et reboisement, par exemple), légiférer et faire appliquer les réglementations et normes qui réduisent l'impact des catastrophes naturelles sur les zones de peuplement (par exemple, des règlements de zonage, l'interdiction de construire dans les zones exposées aux catastrophes, et adoption de codes de construction adéquats). Pour illustrer les avantages de ces mesures, un tiers des pertes directes infligées à la Jamaïque par l'ouragan Gilbert en 1988 (estimées à 960 millions de dollars) auraient pu être évitées si les toits avaient été pourvus de systèmes d'ancrage efficaces (relativement peu chers à installer). Les pouvoirs publics doivent également s'efforcer d'améliorer la diffusion de l'information et sensibiliser la population aux risques et dangers encourus. La réalisation de ce dernier objectif serait facilitée par la clarification des droits de propriété et la comptabilisation des créances conditionnelles dans le bilan de l'État.
- 3.2 Les autorités doivent également développer les marchés d'assurance et les marchés financiers, qui permettent de diversifier et de mieux gérer les risques. Lorsque les risques sont relativement importants et les structures institutionnelles insuffisamment développées, le recours à un système d'assurance purement privée n'est pas forcément viable. Dans ce cas de figure, l'État peut être amené à jouer directement le rôle d'assureur ou à fournir des garanties. De même, pour atteindre le secteur informel ou les segments les plus pauvres de la population, il peut être judicieux de créer des dispositifs qui mettent en contact les assureurs et les organismes de micro-financement.
- 3.3 Étant donné que le risque de catastrophe naturelle – contrairement à la majorité des autres risques – est généralement corrélé entre les assurés, la réassurance est essentielle pour réduire les taux de rétention de risques des assureurs (c'est-à-dire le risque non diversifiable). Pour parvenir à une répartition encore plus large des risques majeurs, les assureurs et les réassureurs doivent utiliser les marchés de capitaux mondiaux et titriser leurs risques catastrophes. Cela permet de répartir le risque très uniformément sur un marché de taille significative, en tirant parti du grand nombre d'investisseurs et de la diversité de leurs préférences et niveaux d'exposition aux risques.<sup>9</sup> Le secteur public pourrait se

<sup>9</sup> Les marchés obligataires et d'actions mondiaux étant évalués à 60 000 milliards de dollars environ, l'estimation haute des coûts directs du tremblement de terre de Kobe – de l'ordre de 150 milliards d'USD – représente moins de 0,3 % de la valeur des portefeuilles. Ce montant devrait être facile à absorber et souligne l'énorme potentiel des marchés mondiaux pour la gestion des risques catastrophiques.

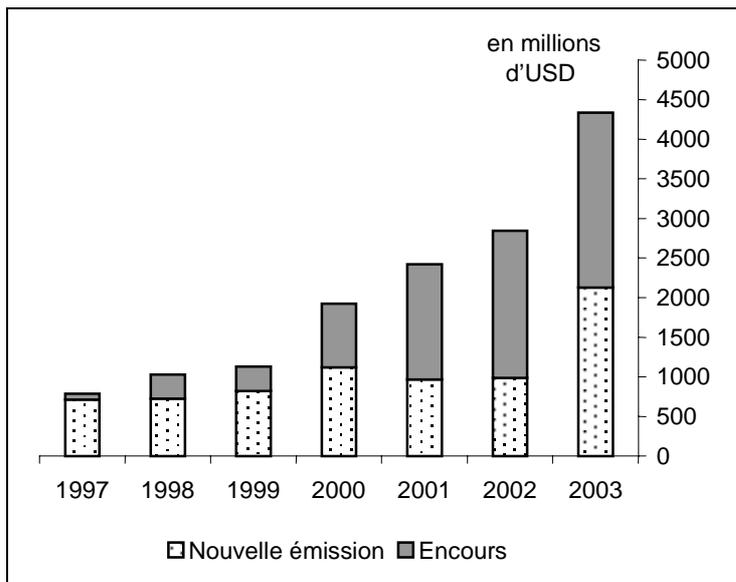
décharger du risque de catastrophe en émettant par exemple des obligations liées au PIB ou des produits dérivés climatiques.<sup>10</sup> Mais pour intégrer au mieux les organismes locaux d'assurance contre les catastrophes naturelles aux marchés de capitaux mondiaux, il y a lieu d'aligner les normes réglementaires locales sur les meilleures pratiques internationales et de les faire appliquer. S'agissant des marchés de capitaux mondiaux, les spécialistes du secteur tels que Swiss Re estiment qu'il est nécessaire d'améliorer le traitement réglementaire des instruments liés à l'assurance, d'élaborer des normes de référence et de faciliter et rendre plus transparente la titrisation des risques afin d'accroître la liquidité du marché.

- 3.4 Si des progrès sont accomplis simultanément sur les trois fronts – prévention, assurance et marchés de capitaux – leurs liens mutuels se renforceront de manière optimale. La prévention minore les coûts d'assurance et, ce faisant, stimule les capacités d'assurance et de réassurance. Les risques de faible ampleur sont plus facilement absorbés par les marchés de capitaux, où ils attirent un éventail d'investisseurs plus large, propice à l'augmentation de la liquidité, et donc à la baisse des primes et à une pénétration renforcée de l'assurance.
- 3.5 Quelles actions ont-elles été entreprises dans ce sens et quels résultats ont-ils été obtenus ? Plusieurs exemples méritent d'être cités. Au milieu des années 90, le Projet d'atténuation des catastrophes des Caraïbes (Caribbean Disaster Mitigation Project), mené en collaboration avec la Fondation pour le logement coopératif (Cooperative Housing Foundation), a introduit un programme de renforcement des habitations visant à les rendre résistantes aux ouragans à la Dominique, à Sainte-Lucie, à Saint-Christophe-et-Niévès, à Antigua-et-Barbuda. Un programme de formation a été institué pour former les entrepreneurs du bâtiment et les artisans à des techniques de construction et de reconfiguration axées sur la sécurité, en parallèle avec un programme de prêts axé sur la consolidation des habitations. Cette initiative a convaincu les assureurs locaux de l'intérêt de proposer aux bénéficiaires du programme des polices d'assurance collective. Certains pays ont mis en place des régimes d'assurance publique. Ainsi, la Turquie, très exposée aux tremblements de terre, a établi en 2000 le TCIP, une mutuelle d'assurance contre les risques catastrophiques, administrée par l'État. Il s'agit d'un régime obligatoire basé sur l'enregistrement des biens fonciers et dont les primes sont calculées en fonction du risque. Entre 2000 et 2003, la Turquie a subi cinquante tremblements de terre et le TCIP a indemnisé 4 200 propriétaires de logement à hauteur de 7 millions de dollars. Il existe également des institutions financières privées non basées sur l'assurance dont la mission est d'atténuer l'impact des catastrophes. À Sri Lanka, Ceylinco, un organisme de micro-financement privé et rentable de grande envergure qui pourvoit aux besoins d'un cinquième de la population, a largement contribué à accélérer le redémarrage des petites entreprises privées après le tsunami de décembre 2004. Fort de ses contacts étroits sur le terrain et de sa connaissance approfondie des entrepreneurs locaux et du risque de crédit rural, il a su répondre plus vite et de manière plus souple aux besoins financiers les plus aigus.

---

<sup>10</sup> Les obligations liées au PIB sont des obligations dont le coupon et/ou le remboursement du capital sont liés au PIB du pays émetteur. En dépit des problèmes rencontrés par le passé, ces instruments suscitent un regain d'intérêt. Selon une étude récente du Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, les obligations liées au PIB sont particulièrement intéressantes pour les pays en passe d'accéder aux marchés de capitaux.

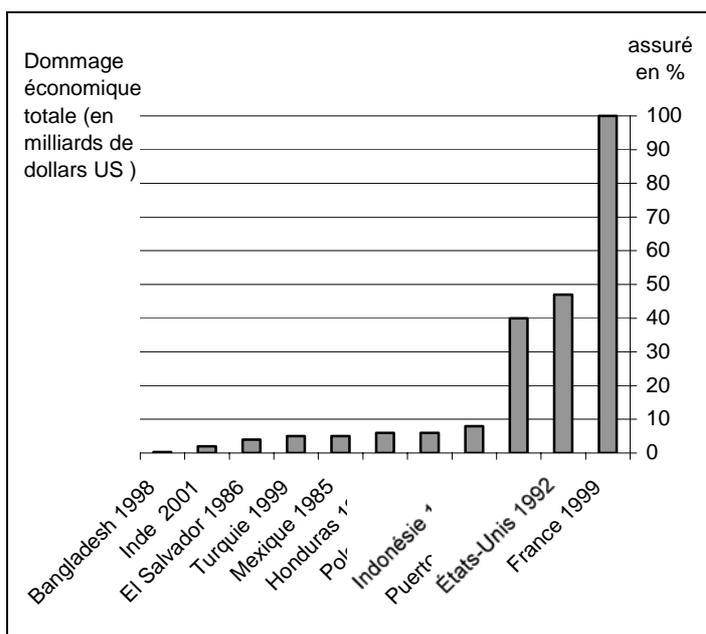
**Graphique 2 : Émissions nouvelles et stock de titres liés à l'assurance**



Source : Swiss Re

3.6 Cependant, la prévention et l'assurance sont encore insuffisantes dans les pays en développement (Graphique 3). En Turquie, la pénétration de l'assurance a fortement diminué après que l'État eut versé une aide financière à toutes les victimes de catastrophes. Dans les pays de l'Est des Caraïbes, 30 % du secteur du logement privé assurable reste sous-assuré et très peu de bâtiments et d'actifs publics seraient couverts. En Inde, 2 % seulement des coûts de 4,5 milliards d'USD induits par les inondations de 2001 étaient assurés. En outre, malgré l'absence de couverture par l'assurance, les autorités publiques ne prennent pas de dispositions suffisantes pour pourvoir aux conséquences des catastrophes potentielles. Selon le Disaster Deficit Index de la BID – qui met en relation les pertes probables à différents horizons et les fonds potentiellement disponibles pour l'État – les gouvernements d'un grand nombre de pays d'Amérique latine, dont le Chili, le Pérou, la République dominicaine et El Salvador, seraient confrontés à un problème de financement majeur en cas de choc dû à une catastrophe.

**Graphique 3 : Pertes économiques assurées et pertes économiques totales dues à des catastrophes naturelles majeures**



Source : Conférence de l'OCDE sur les risques et les assurances en matière de catastrophes

- 3.7 Cependant, lorsque les marchés mondiaux de la réassurance ont donné des signes de faiblesse et que les primes se sont envolées au début des années 90, suite aux lourdes pertes infligées par l'ouragan Andrew et le tremblement de terre de Northridge, les marchés de capitaux ont su montrer leurs facultés d'innovation et d'adaptation en créant des titres et des produits dérivés liés à l'assurance-catastrophe qui ont comblé le vide laissé par le retrait des assureurs.<sup>11</sup> La valeur du marché des titres liés à l'assurance – majoritairement constitués d'obligations catastrophes – a grimpé à environ 10 milliards de dollars entre 1996 et 2003 [Graphique 2]. Les dérivés climatiques gagnent également du terrain, y compris sur les marchés des pays en développement. Ainsi, le Mexique est le premier pays en développement à avoir réassuré son programme d'assurance des récoltes au moyen de dérivés climatiques indexés sur les indices des précipitations.<sup>12</sup>
- 3.8 Malgré ces progrès, les instruments du marché des capitaux basés sur l'assurance continuent de manquer de profondeur, d'envergure et de liquidité. Les obligations catastrophes sont presque uniquement liées aux tempêtes et aux tremblements de terre et n'ont pas été utilisées pour assurer des risques dans les pays en développement, tandis que le volume de transactions sur options négociables en Bourse (qui s'étaient développées dans les années 90 aux États-Unis) est devenu presque nul. Dans les Caraïbes, la Bermuda Commodities Exchange a été créée en 1997 pour négocier des contrats d'options liés aux risques catastrophiques. Toutefois, faute d'un volume de transactions suffisant, elle a dû cesser son activité en 1999.

#### 4. Pourquoi l'assurance et la prévention sont-elles aussi peu développées ?

- 4.1 Malgré quelques avancées prometteuses, les marchés et les pouvoirs publics se révèlent clairement incapables, dans l'ensemble, d'apporter des solutions aux risques de catastrophes naturelles. Cette section avance quelques explications à cet état de fait. Premièrement, les agents disposent d'informations limitées sur la nature et la probabilité du risque de catastrophe naturelle. Précisément à cause de son caractère incertain, le risque de catastrophe est souvent négligé. Par ailleurs, la manière dont la société réagit aux catastrophes naturelles *ex post* fausse les incitations à l'atténuation des risques *ex ante*, situation connue sous le nom de "dilemme du bon Samaritain". Le secteur privé s'attend à recevoir une aide de l'État à la suite d'un événement catastrophique – soit parce que l'État s'y est engagé explicitement (comme en Colombie et à El Salvador, où il est tenu de fournir des logements aux populations touchées) soit à cause de pressions politiques et sociales. Cela limite l'incitation qu'ont les agents privés à se prémunir contre le risque et à assurer leurs actifs. C'est précisément ce qui s'est produit en Turquie, où le taux de pénétration de l'assurance a décliné après que l'État eut accepté de dédommager toutes les victimes, ce qui a compromis la viabilité à long terme du système. Dans les pays à faible revenu, les contraintes budgétaires liées, par exemple, au mauvais fonctionnement des systèmes financiers, sont un obstacle supplémentaire qui empêche les ménages et les petites entreprises de réaliser les investissements nécessaires. Enfin, le caractère incertain des droits de propriété peut réduire l'incitation à investir dans les instruments de protection des actifs.

---

<sup>11</sup> Les titres liés à l'assurance peuvent prendre de nombreuses formes, telles que les obligations catastrophes, les contrats d'échange et les produits dérivés climatiques. Les obligations catastrophes sont généralement émises par une structure *ad hoc* établie par l'entité cédant le risque, qui conclut un contrat de réassurance avec cette structure. Les investisseurs qui achètent ces obligations catastrophes reçoivent – tant que ne survient pas un sinistre prédéfini – un coupon qui les dédommage de l'utilisation des fonds et de l'exposition au risque. La survenue du sinistre implique une perte pour l'investisseur (sur les intérêts, le principal ou les deux cumulés). Les fonds sont ensuite transférés à l'entité cédante aux fins d'exécution du contrat de réassurance. Les contrats d'échange catastrophes consistent à échanger une série de paiements prédéfinis fixes contre une série de paiements variables dont la valeur dépend de l'occurrence de l'événement. Les contrats d'échange présentent un avantage sur les obligations au sens où ils sont plus faciles à structurer et où ils n'impliquent pas d'immobilisation de capital contrairement aux structures *ad hoc* – deux raisons qui les rendent moins coûteux. Ces instruments entraînent néanmoins un risque de crédit. Un produit dérivé climatique est un contrat financier dont la valeur ou le rendement est lié aux variations d'un événement climatique sous-jacent, déterminées sur la base d'un indice climatique ou d'une autre mesure de certaines conditions météorologiques (par exemple, la température ou les précipitations), dans un lieu donné. Les dérivés climatiques peuvent être négociés sur des marchés organisés spécialisés dans les produits dérivés, mais ils se négocient généralement hors cote.

<sup>12</sup> La compagnie d'assurance agricole mexicaine détenue par l'État Agroasemex a acheté à la société Aquila Energy, basée à Kansas City, une option d'achat sur un indice météorologique pour réassurer son portefeuille de polices d'assurance agricole. La prime afférente à l'option s'élevait à environ la moitié du prix d'un contrat de réassurance comparable.

- 4.2 Dans de nombreux pays en développement, le secteur public n'a pas le pouvoir ni la volonté de faire appliquer les codes de construction, les règlements de zonage ou les obligations d'assurance. Ce laxisme peut être dû à la faiblesse des systèmes judiciaires, à la mauvaise qualité de la gouvernance (notamment la corruption) ou à des conflits d'intérêt avec d'autres objectifs de la politique publique (la fourniture d'un logement bon marché aux pauvres par exemple). Bien entendu, l'instabilité politique ne facilite pas l'élaboration et la mise en œuvre de réglementations efficaces. De plus, les gouvernements ne sont pas forcément enclins à établir des dispositifs d'assurance ou de protection coûteux lorsque les revenus attendus sont incertains et ne se manifestent qu'à long terme, alors que d'autres priorités sont plus urgentes (santé, ordre public et éducation par exemple). En outre, le 'dilemme du bon Samaritain' se manifeste également au niveau de l'État. De nombreux pays pauvres (et moins pauvres) peuvent compter sur l'aide et la générosité de la communauté internationale en cas de catastrophe naturelle grave, ce qui décourage là encore l'adoption de mesures préventives.<sup>13</sup> Pour éviter cette situation, il faut créer des programmes de développement internationaux sans effets contre-productifs sur les incitations : par exemple, l'atténuation des catastrophes naturelles doit faire partie intégrante des stratégies d'aide aux pays, et le versement de l'aide *ex post* doit être hiérarchisé en fonction du degré de mise en œuvre des politiques. Dans la pratique, cependant, la communauté internationale et les IFI ont souvent plié devant la pression politique et doivent parfois se battre avec des objectifs contradictoires (croissance plutôt que protection de l'environnement par exemple). La progression des réformes liées à la gestion des catastrophes dans les pays en développement dépend donc dans une large mesure de l'engagement des pays développés.
- 4.3 Si l'on examine plus en détail les causes de l'échec des marchés d'assurance, il faut d'abord souligner la difficulté intrinsèque qu'il y a à évaluer le risque actuariel des catastrophes naturelles. Cette incertitude majore les primes. De plus, contrairement aux autres risques, les probabilités de remboursement sont corrélées positivement entre les assurés, ce qui accroît le risque global pour les assureurs et donc le prix des polices pour les assurés.<sup>14</sup> Les coûts de faillite majorent à leur tour les coûts de financement des réassureurs sur les marchés financiers et, au bout du compte, se répercutent en retour sur les assureurs primaires car ils entraînent une réduction de la couverture des risques et une hausse des primes. Enfin, les problèmes de gouvernance et le manque de transparence des compagnies d'assurance (publiques et privées) limitent leur aptitude à se réassurer et à diversifier globalement leurs risques.
- 4.4 S'agissant des marchés de capitaux, leur croissance et leur liquidité sont entravées par la difficulté d'estimer le prix des titres liés aux catastrophes.<sup>15</sup> En outre, il s'agit généralement d'instruments complexes dont la structuration coûte cher et qui intéressent donc un éventail limité d'investisseurs. Cela étant, la normalisation, qui permet de réduire ces coûts d'information, restreint la couverture du risque individuel de chaque vendeur de risque et limite donc l'intérêt pour l'entité cédant le risque d'utiliser des contrats de réassurance personnalisés.
- 4.5 Enfin, les liens et les relations de dépendance entre les différents marchés – assurance, réassurance et capitaux – sont des facteurs explicatifs importants du niveau sous optimal des résultats actuels. Par exemple, les imperfections des marchés des capitaux réduisent la possibilité pour les ménages de financer des mesures de prévention et pour les compagnies de réassurance de répartir les risques plus largement, ce qui a des répercussions négatives sur les primes et la couverture d'assurance.

---

<sup>13</sup> Ainsi, l'ampleur des dons internationaux et des fonds publics rendus disponibles après le tsunami de décembre pourrait être préjudiciable aux efforts de prévention futurs.

<sup>14</sup> L'assurance des risques ordinaires tire parti de l'indépendance du risque entre les assurés ; la mise en commun est donc un moyen efficace de réduire le coût de l'assurance.

<sup>15</sup> Cela tient au fait que l'actif sous-jacent n'est pas négocié. L'estimation du prix des produits dérivés financiers se fonde en règle générale sur une relation d'arbitrage entre le dérivé et les actifs sous-jacents négociables.

## 5. Conclusion

- 5.1 Les coûts des catastrophes naturelles ont considérablement augmenté au cours des trente dernières années. Cette tendance reflète à la fois un accroissement de la fréquence des événements de grande ampleur et l'amplification de leur impact, due à l'urbanisation rapide et à la croissance de la population dans de nombreuses zones exposées aux catastrophes. Dans les pays en développement, cet impact est encore aggravé par le manque d'initiatives de prévention et d'assurance contre le risque tant de la part du secteur privé que des autorités publiques. Les raisons de ce manque de dispositifs d'atténuation des risques sont nombreuses : faibles niveaux de revenu, carences institutionnelles, faible développement des secteurs financiers, caractère incertain du risque de catastrophe – d'où des primes élevées, des difficultés à répartir le risque de catastrophe sur les marchés mondiaux, ou encore des problèmes liés au « dilemme du bon Samaritain », pour n'en citer que quelques-unes. Des politiques publiques judicieusement conçues permettraient néanmoins de corriger certaines de ces lacunes, par exemple en sensibilisant davantage le public aux risques, en faisant appliquer les réglementations et normes nécessaires, en instituant des régimes publics d'assurance contre les catastrophes à la fois viables et non désincitatifs et en améliorant la transparence et la gouvernance pour permettre aux assureurs locaux de se réassurer sur la place mondiale ou de répartir le risque sur les marchés internationaux. Bien entendu, les progrès sur tous ces fronts risquent d'être lents. Les décideurs ont généralement d'autres priorités, les incitations sont faussées et/ou de courte durée, et les capacités de mise en œuvre sont insuffisantes. Cependant, des avancées décisives pourraient être accomplies si l'aide et la politique internationale étaient conçues de manière à ne pas fausser les incitations à la prévention et à la gestion des risques de catastrophe dans les pays pauvres.

### **Bibliographie:**

- Swiss Re, "Natural catastrophes and man-made disasters in 2004", Sigma 2005  
PNUD, "Reducing disaster risk: A challenge for development", 2004  
A. Stoppa et U. Hess, "Design and use of weather derivatives in agricultural policies: The case of rainfall index insurance in Morocco", 2003  
Swiss Re, "Capital market innovation in the insurance industry", Sigma 2001  
Swiss Re, "Cat reinsurance – meeting the sustainable level?", 2002  
C. Howell, "Climate and natural disaster shocks – a CDB perspective on the Caribbean experience", Banque de développement des Caraïbes, 2004  
Banque interaméricaine de développement, "Indicators of disaster risk and risk management", 2005  
P. Freeman et al., "Dealing with the increased risk of natural disasters: Challenges and options", Document de travail du FMI 2003

# ÉVOLUTION DES MARCHÉS OBLIGATAIRES EN MONNAIE LOCALE DANS LES PAYS MÉDITERRANÉENS, AFRICAINS ET CARAÏBES

par Peter Kuenzel

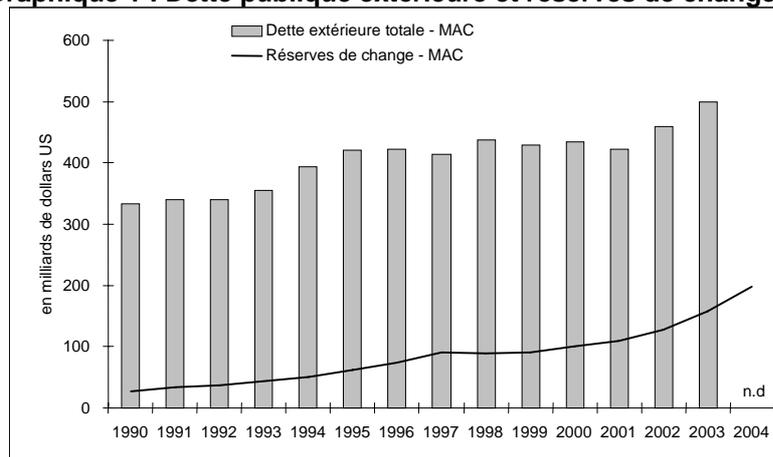
## 1. Contexte

- 1.1 Les marchés d'obligations en monnaie locale sont appelés à jouer un rôle croissant dans les pays méditerranéens, africains et caraïbes (MAC). Le développement de ces instruments de dette intérieure est essentiel, non seulement pour drainer l'épargne, mais aussi pour accroître la profondeur des marchés financiers et gérer les risques. À ce titre, le développement des marchés en question peut à la fois favoriser la stabilité macroéconomique et générer de la croissance.
- 1.2 L'un des grands avantages du développement des marchés de titres d'emprunt en monnaie locale est de permettre aux pays de diversifier les marchés financiers, ce qui peut faciliter la mobilisation de l'épargne locale tout en réduisant l'exposition des emprunteurs aux marchés de capitaux internationaux, parfois volatils. La perte d'appétit des investisseurs pour la dette des pays en développement libellée en devises, liée au risque réel et perçu ou à la contagion, peut sensiblement accroître les coûts de financement ou véritablement empêcher l'accès au marché, ce qui a de sérieuses conséquences pour les emprunteurs.
- 1.3 Par ailleurs, une forte dépendance à l'égard des emprunts étrangers en devises expose les emprunteurs locaux au risque de change. L'exposition d'une entreprise au risque de change dépend essentiellement de la structure actif-passif en devises de son bilan. La crise asiatique de 1997-98 et les exemples plus récents de la Turquie et de l'Argentine montrent clairement les dangers d'une surexposition des banques et d'autres entreprises à des engagements en devises. Bien que dans la majorité des pays MAC, les banques se soient efforcées de compenser leurs engagements croissants en devises par une augmentation des prêts locaux libellés en devises, le secteur privé non financier apparaît de plus en plus exposé au risque de change<sup>1</sup>. En outre, l'absence de marchés à terme en devises dans de nombreux pays MAC, au moins pour ce qui concerne les échéances longues, empêche le secteur privé de couvrir correctement ces risques de change. Le développement des marchés obligataires en monnaie locale pourrait donc contribuer à fortement réduire l'exposition du marché au risque de change.
- 1.4 Du point de vue des émetteurs souverains, le risque de convertibilité inhérent à la dette libellée en devises plaide lui aussi en faveur du développement des marchés obligataires nationaux. Ainsi, outre l'assurance de disposer de fonds suffisants pour assurer le service de sa dette, le pays doit disposer de suffisamment de devises pour effectuer ces paiements. Face à la charge croissante de la dette publique extérieure, les pays MAC, soucieux de se prémunir des pressions sur les monnaies, ont accumulé des réserves de change officielles qui avoisinaient 200 milliards d'USD à fin 2004 (Graphique 1). Pourtant, bien que la constitution de réserves puisse alléger les pressions sur les taux de change et améliorer la cote de crédit des pays, cette politique risque de ne pas être optimale sur le long terme; en effet, les pays risquent d'accumuler des actifs étrangers à faible rendement tels que les titres américains aux dépens de l'investissement dans l'économie locale.
- 1.5 En dehors des considérations de risque de change et de portefeuille, un développement insuffisant des marchés obligataires locaux expose les emprunteurs aux risques de décalage des échéances et de taux d'intérêt. Dans de nombreux pays MAC, le financement de projets de long terme sur les marchés locaux exige aujourd'hui que les emprunteurs souscrivent des prêts à court ou moyen terme, qui doivent ensuite être prolongés ou renouvelés. Ce fonctionnement est non seulement sous-optimal au plan de la gestion des flux de trésorerie du projet, mais il est aussi risqué dans un contexte de hausse des taux. Par conséquent, l'élargissement de l'offre d'obligations nationales à long terme peut contribuer à réduire l'incertitude et à limiter les décalages d'échéances.

---

<sup>1</sup> Selon le FMI, les engagements en devises du secteur privé non financier au Moyen-Orient et en Afrique représentaient en 2002 près de 40 % du PIB, alors que ses actifs extérieurs n'atteignaient pas la moitié de ce montant.

**Graphique 1 : Dette publique extérieure et réserves de change**

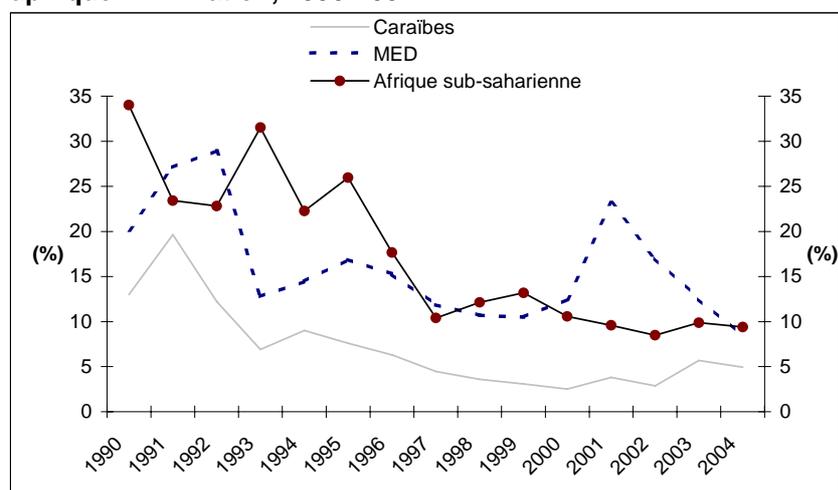


Sources : FMI, Banque mondiale

- 1.6 En dépit de ces avantages notables, les marchés d'obligations en monnaie locale restent largement sous-développés dans les pays MAC, et même les plus développés d'entre eux sont beaucoup plus modestes, relativement à la taille de leur économie, que ceux des pays avancés. En Afrique du Sud et en Turquie par exemple, le marché obligataire local représente respectivement 49 % et 55 % du PIB, alors qu'il dépasse 150 % dans des économies avancées telles le Japon et les États-Unis.
- 1.7 Il faut noter d'autre part que la structure des échéances des émissions locales des pays MAC est insuffisamment développée, reflet de la perception d'un risque élevé et des incertitudes relatives aux titres à plus long terme. De plus, mais avec des exceptions notables comme l'Afrique du Sud, les marchés secondaires sont peu actifs voire inexistantes. Ces caractéristiques empêchent une tarification exacte de la dette comme en témoigne l'absence de courbes de rendement.
- 1.8 Enfin, il faut souligner que les marchés obligataires locaux des pays MAC sont généralement dominés par les émissions souveraines, tandis que les emprunts obligataires d'entreprises et de banques ne représentent qu'une fraction du montant total des émissions. Dans une certaine mesure, le développement des marchés exige, au moins dans un premier temps, que les États émettent des obligations qui serviront de référence aux émissions des entreprises et, comme on le verra plus loin, ils commencent effectivement à s'engager dans cette démarche. Il n'en reste pas moins que dans la plupart des pays de la région, les émissions du secteur privé sont loin d'être à la mesure de l'ampleur globale des marchés obligataires nationaux et qu'un important rattrapage reste à accomplir.
- 1.9 Plusieurs raisons concourent à expliquer le sous-développement persistant des marchés obligataires locaux dans les pays MAC par rapport à d'autres groupes de pays en développement. Même s'il est clair que chaque pays doit être jugé sur ses mérites propres, plusieurs facteurs communs à de nombreux pays MAC ont retardé le développement de ces marchés. Dans certains pays, l'économie et les besoins de financement ne sont tout simplement pas d'une ampleur suffisante pour justifier l'existence de marchés obligataires locaux élaborés, ou bien la situation politique ne s'y prête pas. L'absence de cadres réglementaires clairement définis et l'insuffisance des dispositifs d'exécution des obligations contractuelles ont eux aussi certainement contribué à décourager les investisseurs potentiels. À ces facteurs s'ajoute l'inflation historiquement élevée et fluctuante, qui a engendré des incertitudes quant aux rendements réels et sapé la capacité des États et des entreprises à émettre des titres à long terme.
- 1.10 En outre, le développement des marchés a été également entravé par l'absence ou les dysfonctionnements de marchés secondaires et par la prédominance des émissions souveraines. Dans de nombreux pays MAC, les investisseurs en obligations locales considèrent que les émissions d'État offrent des rendements relativement sûrs par rapport à d'autres instruments ou détiennent des titres publics pour des raisons morales (afin d'aider les politiques de financement publiques). Le volume des échanges des titres de cette catégorie est donc peu élevé dans ces pays.

- 1.11 Enfin, la dernière raison à l'origine du développement insuffisant des marchés obligataires nationaux réside dans les conditions très favorables auxquelles peuvent se procurer des ressources externes nombre de pays de la région – en particulier les pays pauvres très endettés. Une étude du FMI (Christensen 2004) observe que, pour un groupe de pays d'Afrique subsaharienne, le total des paiements d'intérêts au titre de la dette intérieure est aussi élevé que celui au titre des intérêts extérieurs, bien que la dette intérieure ne représente que 15 % de la dette extérieure. Pour de nombreux pays de la région, le coût des emprunts locaux dépasse donc largement celui des emprunts extérieurs. Il faut toutefois souligner que dans ces pays, le pouvoir d'attraction de financements à des conditions favorables est limité aussi bien en termes de volume que d'utilisation, et qu'ils doivent par conséquent poursuivre le développement de leurs capacités de financement locales, de préférence à un moindre coût.
- 1.12 Si les marchés obligataires locaux demeurent embryonnaires dans de nombreux pays MAC, ils se développent depuis quelques années au plan du volume et de la liquidité, du type d'instruments offerts et de la structure des échéances. Cette évolution reflète un certain nombre de facteurs congruents, dont le premier est une nette diminution de l'inflation et une moindre fluctuation des prix, ce qui réduit le risque des investissements (Graphique 2)<sup>2</sup>.

**Graphique 2 : Inflation, 1990-2004**



Source : FMI

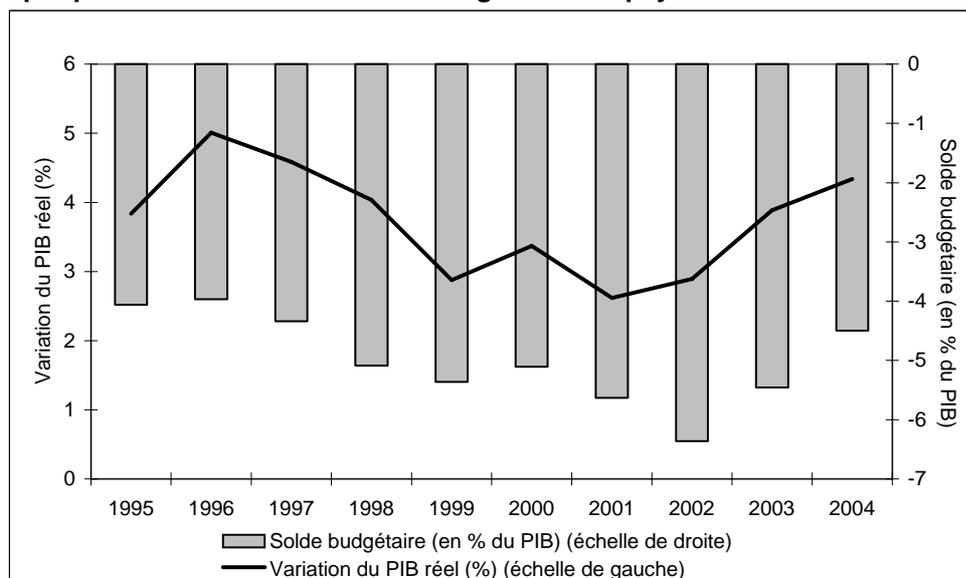
- 1.13 Parallèlement, les banques étrangères ont accru leur présence et de nombreux pays ont entrepris de réformer leur secteur financier, notamment en déréglementant les taux d'intérêt, en renforçant la régulation et la supervision du secteur financier, en s'ouvrant aux échanges et en libéralisant les mouvements de capitaux. La baisse de l'inflation et l'amélioration des secteurs financiers se sont accompagnées d'une hausse des taux d'intérêt réels, qui étaient restés négatifs pendant la plus grande partie des années 90 dans de nombreux pays MAC.
- 1.14 Ces améliorations ont été confortées plus récemment par le facteur dit « push-pull » vers les économies émergentes et en développement<sup>3</sup>. La faiblesse des taux d'intérêt dans les économies développées, l'amélioration de la croissance économique et la contraction des déficits budgétaires observés depuis deux ans concourent elles aussi à expliquer l'accroissement des entrées de capitaux dans la région (Graphique 3)<sup>4</sup>. Il faut néanmoins souligner que si le renforcement des fondamentaux a certainement attiré les investisseurs étrangers vers les marchés émergents et en développement en général, la participation étrangère sur les marchés obligataires des pays MAC se limite encore aux plus développés de ces marchés, surtout pour ce qui concerne les émissions en monnaie locale.

<sup>2</sup> La poussée inflationniste observée en 2001 dans les des pays méditerranéens correspond aux effets de la crise turque.

<sup>3</sup> Le facteur push-pull désigne les facteurs internationaux (répulsifs) et nationaux (attractifs) qui peuvent contribuer à expliquer les flux de capitaux vers un pays ou une région.

<sup>4</sup> L'amélioration de la situation budgétaire de nombreux pays observée depuis quelques années renforce non seulement la qualité des émissions obligataires, mais elle en réduit aussi le coût pour les émetteurs.

**Graphique 3 : Croissance et déficit budgétaire des pays MAC**



Source : FMI

- 1.15 À ces facteurs s'est certainement ajoutée une sensibilisation croissante des États et des entreprises aux avantages inhérents au développement des marchés obligataires locaux —et en particulier à l'extension des échéances – pour éviter le risque de change associé aux prêts d'origine étrangère. De ce fait, plusieurs États de la région ont émis des obligations de référence ou encouragé les émissions étrangères en monnaie locale dans l'objectif de développer les marchés locaux.

## 2. Évolutions récentes des marchés obligataires locaux

### 2.1. Pays méditerranéens

2.1.1 Le développement des marchés obligataires en monnaie locale dans les pays méditerranéens est très contrasté, tant à l'échelle de la région qu'à l'intérieur des pays. La technicité des marchés obligataires varie considérablement d'un pays à l'autre, ces écarts traduisant jusqu'à un certain point les différences entre les États au plan des besoins de financement. Ainsi, le Liban et la Turquie, qui ont enregistré des déficits budgétaires supérieurs à 10 %, ont aussi développé un marché profond d'émissions souveraines en monnaie locale. En revanche, des pays affichant des excédents budgétaires ou des déficits modérés, comme l'Algérie et la Syrie, n'ont pas activement développé leur marché local d'obligations souveraines.

2.1.2 Toutefois, un ensemble de facteurs a freiné l'expansion, même sur les marchés obligataires locaux les plus évolués. En premier lieu, les émissions sur le marché local sont largement dominées par le secteur public et en dépit de l'existence d'émissions de référence pour les échéances longues, le marché des obligations du secteur privé n'a pas véritablement réussi à se développer. Cet échec tient aux insuffisances rencontrées au niveau des entreprises, du cadre réglementaire et de l'exécution des contrats, ainsi qu'au manque de transparence et au recours traditionnel au financement bancaire. D'autre part, les marchés secondaires sont généralement peu développés et le volume des échanges y est très faible. Plusieurs pays ont relativement réussi à développer leur marché obligataire en monnaie locale, dont deux – l'Égypte et le Liban – sont examinés ci-après.

- **Égypte**

2.1.3 En Égypte, le marché des obligations en monnaie locale est dominé par les titres d'Etat. Pour l'exercice clos en juin 2004, les emprunts obligataires publics en monnaie locale se sont élevés à 293 milliards d'EGP (64 % du PIB), dont la plus grande partie a été financée sur le marché obligataire national. La même année, les bons du Trésor en circulation s'élevaient à 84 milliards d'EGP et les obligations à 188 milliards d'EGP, dont approximativement un dixième en valeur (quelque 130 émissions) est négociable sur le marché boursier. À titre de comparaison, la valeur totale des obligations d'entreprises émises en Bourse est d'environ 5,5 milliards. La majorité des titres d'entreprise inscrits à la cote sont des obligations émises par des banques, les autres secteurs émetteurs étant les télécommunications, le tourisme, le ciment et l'acier. Le volume d'échange des

obligations d'État et d'entreprise inscrites à la cote est faible et ne représente que 5 % de la valeur totale des transactions.

- 2.1.4 Au plan de la structure des échéances, le marché des obligations souveraines offre toute une gamme d'échéances s'étalant jusqu'à 20 ans, bien que de nombreux titres soient assortis d'une clause de remboursement anticipé qui réduit en fait la durée. Sur l'exercice écoulé, trois obligations du Trésor à 10 ans, assorties d'un coupon de 7,5 %, ont été émises en monnaie locale pour un montant total de 20 milliards d'EGP. Le Trésor a également émis un lot de titres à trois ans assortis d'un coupon de 8 % d'un montant total de 4 milliards d'EGP, ainsi que 20 milliards d'EGP de bons du Trésor. Enfin, les entreprises ont émis des obligations à échéance maximale de 10 ans.

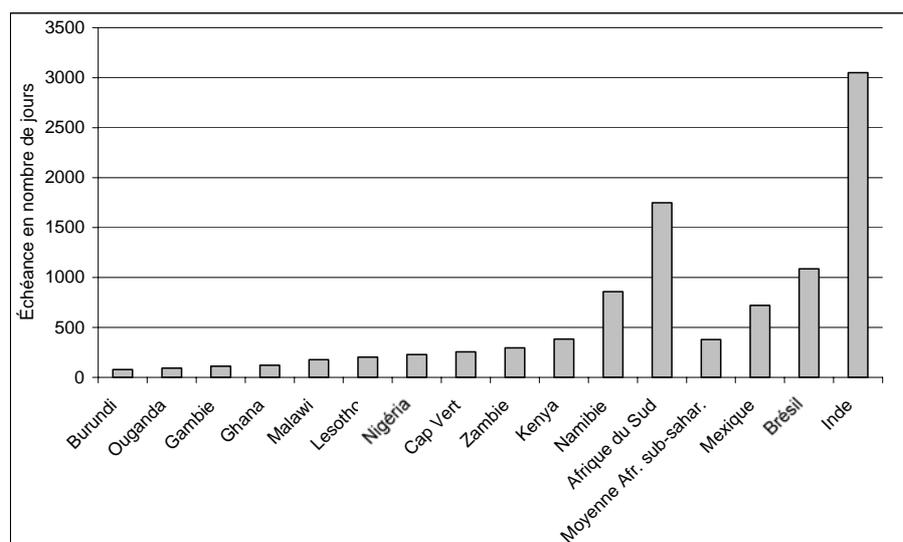
- **Liban**

- 2.1.5 Les déficits budgétaires élevés du Liban ont contribué à l'émergence d'un important marché national d'obligations en monnaie locale. La dette publique brute, dont à peu près la moitié est libellée en monnaie locale, représente au total environ 170 % du PIB. Étant donné la fragilité de la situation budgétaire de l'État, la majeure partie de la dette intérieure est constituée de titres à court terme. Environ un cinquième des obligations locales viennent à échéance à moins d'un an et la majorité des autres émissions ont une durée maximale de trois ans. Néanmoins, depuis quelques années, le gouvernement s'efforce d'allonger le profil d'échéances moyen de sa dette, et ce avec un certain succès : fin 2004, la durée moyenne des emprunts libanais en monnaie locale était de 546 jours, alors qu'il y a seulement deux ans, l'échéance moyenne était légèrement supérieure à un an. Le taux d'intérêt moyen des obligations nationales à fin 2004 était de 5,99 %.
- 2.1.6 Les banques nationales détiennent à peu près 50 % des obligations publiques en monnaie locale et la banque centrale un tiers des émissions totales en circulation. Le solde se répartit à peu près à égalité entre entités publiques et investisseurs non résidents. Le marché des obligations d'entreprises en monnaie locale n'est pas développé.

## **2.2. Afrique subsaharienne**

- 2.2.1 Le développement des marchés d'obligations en monnaie locale en Afrique subsaharienne présente de forts contrastes, liés pour bonne part au stade de développement des marchés économiques et financiers. À un extrême, de nombreuses économies de petite taille, enclavées, ne sont pas suffisamment matures pour que les marchés obligataires en monnaie locale puissent se développer et, comme il a été noté dans la présentation du contexte, de nombreux États de la région font peu appel au financement national vu les conditions de financement favorables qu'ils peuvent obtenir de la part de sources extérieures. Cette situation influence indirectement la capacité des entreprises nationales à émettre des obligations en monnaie locale et limite la taille et la profondeur du marché. À l'autre extrême, le marché obligataire sud-africain est bien développé et d'autres pays ont avancé eux aussi dans le déploiement de leur marché.
- 2.2.2 Si les marchés d'obligations en monnaie locale d'Afrique subsaharienne sont très diversement développés, quelques caractéristiques prédominent néanmoins. De nombreux marchés obligataires locaux se caractérisent en effet par une faible participation étrangère, une forte proportion d'avoirs détenus par des banques commerciales, la prédominance des titres publics et une échéance moyenne des émissions locales généralement très courte. À titre d'exemple, la durée moyenne des emprunts souverains nationaux dans un échantillon de 12 pays d'Afrique subsaharienne est d'un peu plus d'un an (Graphique 4) alors que l'échéance moyenne de la dette intérieure est supérieure à deux ans au Mexique, à trois ans au Brésil et à 8 ans en Inde.

**Graphique 4 : Structure moyenne des échéances des obligations émises sur le marché national dans un échantillon de pays**



Source : FMI

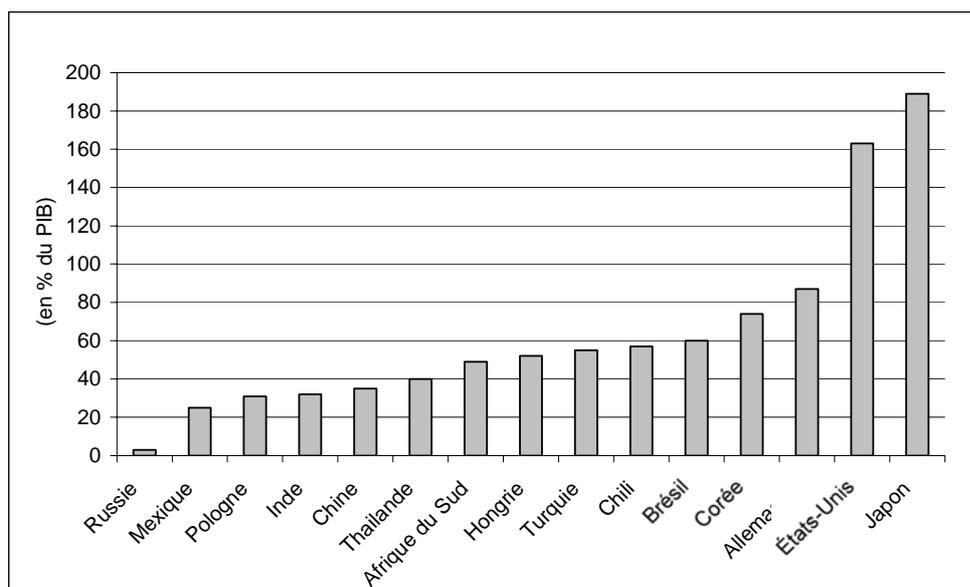
2.2.3 Mais s'il est vrai que les marchés obligataires locaux de la région – à l'exception notable de l'Afrique du Sud – sont globalement à la traîne par rapport à ceux d'autres marchés en développement, des progrès sensibles ont été accomplis dans plusieurs pays depuis quelques années. Les évolutions récentes sur le marché le plus actif – Afrique du Sud – ainsi que sur quelques-uns des marchés de la région les plus dynamiques – Botswana, Namibie et Kenya – sont examinées ci-dessous.

- **Afrique du Sud**

2.2.4 Le marché obligataire sud-africain est, de loin, le plus important et le plus développé d'Afrique. Le Bond Exchange of South Africa (BESA), organisme indépendant, qui fait aussi office de régulateur de la dette, a connu des débuts modestes. Dans les années 80, le marché obligataire sud-africain consistait en émissions d'organismes semi-publics. Après l'inauguration du BMA (*Bond Market Association*) en 1989, l'État et les entreprises ont eux aussi commencé à émettre des obligations. Après la délivrance d'une licence officielle au BMA, renommé BESA en 1996, le marché obligataire a réellement décollé, en partie grâce à la crise asiatique de 1997-98 qui a amené les investisseurs du monde à rechercher d'autres placements. Aujourd'hui, le BESA – qui regroupe des banques contrepartistes, des maisons de courtage, des émetteurs d'obligations, des gestionnaires d'actifs, ainsi que la South African Reserve Bank – dessert l'un des marchés obligataires émergents les plus liquides au monde. Au cours des trois années passées, le volume moyen des transactions sur le marché local a représenté plus de 20 fois sa capitalisation boursière.

2.2.5 En termes de taille, le marché obligataire sud-africain représente environ 50 % du PIB du pays, ce qui le place dans une position analogue à celle d'autres marchés émergents avancés, tels la Hongrie, la Turquie, le Chili et le Brésil, qui se situent entre 50 et 60 % (Graphique 5). À titre de comparaison, le marché obligataire allemand représente quelque 80 % du PIB du pays, tandis que dans les pays dont le marché obligataire est le plus développé, comme le Japon et les États-Unis, cette proportion est supérieure à 150 %.

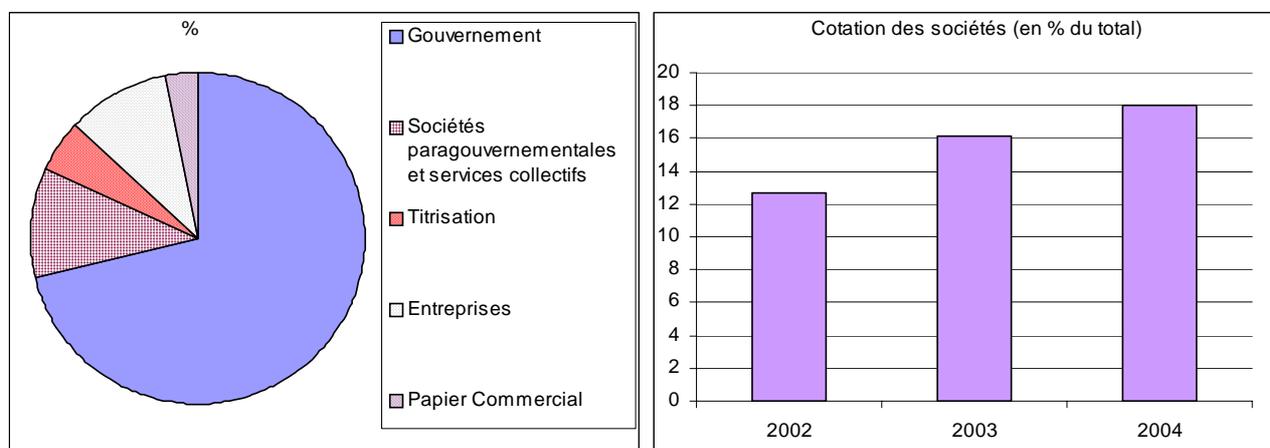
**Graphique 5 : Taille des marchés obligataires locaux, 2003**



Source : Euromoney.

2.2.6 La majorité des titres offerts sur le BESA sont des émissions souveraines, qui ont représenté 71 % du marché en 2004 (Graphique 6). Parallèlement, les émissions privées tendent à progresser depuis quelques années et ont atteint 18 % des inscriptions à la cote en 2004. La croissance des émissions locales d'entreprises a été favorisée par la baisse des coûts du financement obligataire et par des opportunités de diversification du portefeuille des institutions financières sud-africaines, traditionnellement détentrices d'un faible volume d'obligations d'entreprises.

**Graphique 6 : Composition du BESA, 2004**

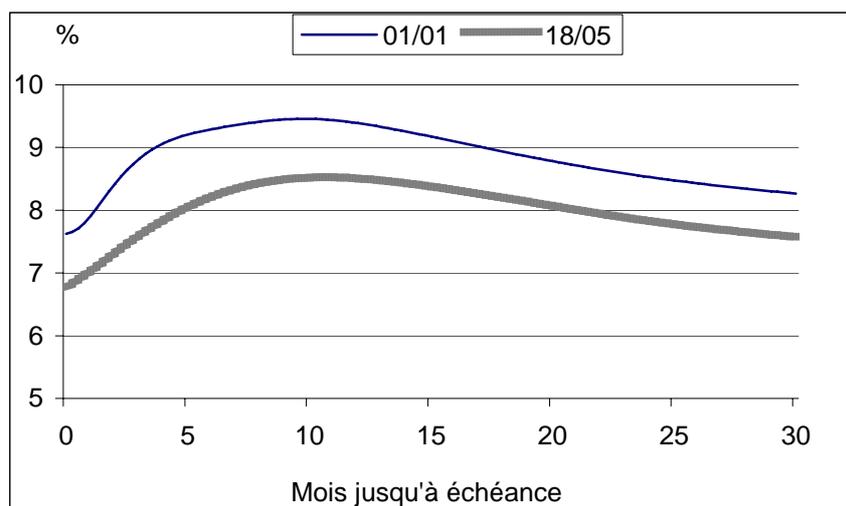


Source : BESA.

2.2.7 La participation des investisseurs étrangers au BESA est de 25 % en moyenne depuis 2005, mais avec des écarts d'une année sur l'autre. En 2001 par exemple, les pressions sur le Rand sud-africain ont ramené ce ratio à 20 %. Il n'y a actuellement aucune émission étrangère en ZAR au BESA, bien que de nombreuses banques internationales, dont la BEI, émettent des titres libellés en ZAR sur les marchés européens. En mai 2005, la BEI avait émis 21 obligations libellées en ZAR d'une valeur totale de 14,5 milliards de ZAR (soit 1,8 milliard d'EUR), assorties d'échéances allant jusqu'à 11 ans. En juin 2004, la SFI a cogaranti 40 % d'une obligation d'un milliard de ZAR émise par la municipalité de Johannesburg, et la Banque africaine de développement a elle aussi cogaranti des obligations d'émetteurs semi-publics.

2.2.8 En termes de structure des échéances, le marché obligataire sud-africain est bien développé et offre des échéances allant jusqu'à 30 ans. Les rendements à la valeur de marché à échéance de toutes les obligations cotées sont diffusés à la fin de chaque jour de bourse et utilisés pour calculer les indices et la courbe des rendements. Les rendements obligataires ont baissé en 2004 sous l'effet d'une diminution des anticipations inflationnistes et le rendement de l'émission de référence, l'obligation souveraine R153, à échéance 2010, a reculé d'environ 120 centièmes de point sur l'année, à 7,8 %. Ce mouvement de baisse s'est poursuivi en 2005 et la courbe des rendements s'est quelque peu aplatie depuis le début de l'année (Graphique 7).

**Graphique 7 : Courbe des rendements sud-africains**



Source : BESA.

2.2.9 Du point de vue des évolutions en cours, le BESA a pris des mesures pour améliorer sa gouvernance et son fonctionnement, notamment la création d'un nouveau comité directeur représentant les intérêts des diverses parties. Parallèlement, le BESA a mis en place une nouvelle plate-forme informatique de négociation des obligations, introduit de nouveaux produits, parmi lesquels des produits dérivés liés aux obligations, et renforcé ses capacités de surveillance et de respect des procédures.

- **Botswana**

2.2.10 Si le marché obligataire sud-africain éclipse largement les autres marchés de la région, d'autres pays ont accompli d'importants progrès dans le développement de leurs marchés, dont le Botswana offre un bon exemple. En mars 2003, l'État botswanais a émis sa première obligation à moyen terme (5 ans), suivie d'un emprunt à 12 ans et de titres à 2 ans. Les émissions à plus longue échéance, qui ont été réouvertes plus tard dans l'année, ont permis de lever 700 millions de BWP supplémentaires (154 millions d'USD) (Tableau 1). Les adjudications d'obligations d'Etat, qui ont totalisé 2,5 milliards de BWP (500 millions d'USD) ont été sursouscrites à hauteur de 70 % en moyenne.

**Tableau 1 : Adjudications d'obligations émises par l'État botswanais**

Date de l'adjudication	Obligation	Offre en millions de BWP	Demande	Rendement à la date d'adjudication
mars 03	BW002 - échéance 1-3-2008	500	811,7	12,65
avril 03	BW003 - échéance 31-10-2015	500	841,2	11,5
mai 03	BW001 - échéance 1-6-2005	750	1 107,1	13
oct. 03	réouverture de l'obligation 2015	400	863,2	9,99
nov. 03	réouverture de l'obligation 2008	350	623,7	9,5
<b>Total</b>		<b>2 500</b>	<b>4 246,9</b>	

Source : Bank of Botswana

- 2.2.11 Les investisseurs institutionnels locaux – majoritairement des fonds de pension et des compagnies d'assurance – détenaient plus des trois quarts des obligations en circulation en 2004. Les investisseurs étrangers détenaient moins de 5 % des émissions souveraines et avaient une nette préférence pour les émissions à plus court terme, dont ils détenaient plus de 10 %.
- 2.2.12 Il existe au Botswana un marché secondaire hors cote, mais il est assez peu actif ; à la mi-2004, le volume mensuel moyen n'avait représenté que 3 % du total des titres en circulation. À terme, les obligations souveraines devraient être cotées au Botswana Stock Exchange, afin de poursuivre le développement du marché secondaire.
- 2.2.13 Sur le compartiment des obligations souveraines, les émissions récentes ont inauguré les échéances à plus de 91 jours. Elles ont été réalisées sans réel besoin de financement car l'État a accumulé d'importants excédents budgétaires au cours des vingt dernières années. En fait, l'intention du gouvernement était de développer les marchés de capitaux en fixant des références pour les émissions du secteur privé et de répondre à la demande du marché. Cet exercice semble avoir été couronné de succès, puisque les émissions d'organismes semi-publics comme celles des entreprises se sont multipliées. Les émissions d'organismes semi-publics ont été facilitées par la vente, par l'État, du portefeuille de prêts du fonds du service de la dette publique à une société d'investissement à finalité spécifique, la Debt Participation Capital Funding Limited (DPCF). Cette entité a elle-même émis sept obligations en 2004, d'un montant total d'un milliard de BWP (220 millions d'USD).
- 2.2.14 En ce qui concerne les obligations d'entreprises, plusieurs obligations en monnaie locale, assorties d'échéances allant jusqu'à 15 ans, ont été émises ces dernières années. Toutefois, le marché local des obligations d'entreprises est moins important et représente environ 700 millions de BWP (154 millions d'USD). Ce marché peut encore se développer : le portefeuille de prêts des banques commerciales aux organismes semi-publics se monte à près de 400 millions de BWP, et celui aux entreprises à plus de 3 milliards de BWP dont une partie pourrait être convertie en obligations. Une autre possibilité serait de grouper les prêts hypothécaires, qui totalisent aujourd'hui plus de 2 milliards de BWP (440 millions d'USD).
- **Kenya, Namibie et Tanzanie**
- 2.2.15 Le développement de marchés d'obligations en monnaie locale au Kenya, en Namibie et en Tanzanie a lui aussi connu de récents succès. Depuis deux ans environ, le gouvernement kenyan a allongé le profil des échéances de ses obligations afin d'établir une référence pour la tarification de la dette à long terme des entreprises. La structure des échéances des émissions souveraines se présente maintenant comme un continuum allant jusqu'à 9 ans. Cette initiative a été facilitée depuis quelques années par une baisse record des taux d'intérêt, même si des pressions inflationnistes plus récentes ont entraîné une remontée des taux intérieurs qui a pesé sur l'activité du marché obligataire.
- 2.2.16 Le marché namibien d'obligations en monnaie locale a lui aussi enregistré une vive croissance et outre des émissions à 5, 7 et 12 ans, l'État a émis une obligation à 20 ans en 2004. Si le marché namibien est peu profond et assez peu actif, les liens étroits du pays avec l'Afrique du Sud ont incontestablement facilité le développement observé jusqu'ici, et l'on peut s'attendre qu'il en soit encore ainsi dans l'avenir prévisible.
- 2.2.17 En Tanzanie, la croissance du marché de la dette a été facilitée depuis deux ans par les émissions souveraines assorties d'échéances allant jusqu'à 10 ans, qui font désormais référence pour la tarification des titres émis par des entreprises ; plusieurs émissions à long terme non souveraines ont été lancées récemment, notamment par l'East African Development Bank, la Preferential Trade Area Bank et Bidco Oil and Soap, qui a émis une obligation à taux fixe à 5 ans de 10 milliards de TSH (9,2 millions d'USD). Au vu de la vive croissance économique et de la stabilité politique du pays, le marché tanzanien semble appelé à poursuivre sa croissance.

## 2.3. Caraïbes

2.3.1 Les défis qui se posent au marché obligataire local y sont en grande partie identiques à ceux des pays méditerranéens et d'Afrique subsaharienne. L'absence de marchés secondaires performants et liquides, le petit nombre d'investisseurs, les insuffisances de la gouvernance et de la transparence des entreprises et, dans certains cas, la fragilité des finances publiques ont retardé le développement d'un marché d'obligations en monnaie locale alors même que les avantages du développement de marchés locaux de la dette sont largement admis dans la région. Ainsi, il a été reconnu que le marché obligataire national relativement développé de la Jamaïque aidait l'État à mobiliser des fonds à l'intérieur du pays et le préservait ainsi d'un problème potentiel de paiements en devises.

2.3.2 Outre la Jamaïque, la Trinité-et-Tobago et la Barbade ont elles aussi des marchés obligataires en voie de développement. Le marché régional des émissions souveraines (*Regional Government Securities Market* ou RGSM) de l'Union monétaire des Caraïbes orientales (*Eastern Caribbean Currency Union*, ou ECCU) a lui aussi contribué au développement du marché obligataire local dans les petites économies insulaires. Les récentes activités sur ces marchés sont examinées ci-dessous.

- **Jamaïque, Trinité-et-Tobago et Barbade**

2.3.3 Dans ces trois pays, le marché obligataire se caractérise par une faible présence des entreprises : les obligations publiques représentent 90 % du total des obligations à la Barbade et plus de 75 % à la Jamaïque et à la Trinité-et-Tobago. D'autre part, les émissions souveraines assorties de certaines échéances sont assez rares, ce qui complique l'établissement d'une courbe de rendement de référence<sup>5</sup>. A la Jamaïque par exemple, et malgré l'allongement progressif du profil des échéances des instruments de dette en monnaie locale entrepris par l'État, le portefeuille d'instruments à plus de cinq ans est resté pratiquement stable. Deux instruments à long terme (plus de cinq ans) émis en 2004 n'ont trouvé qu'assez peu de preneurs, en raison de l'instabilité récente du marché et de la préférence manifestée par les investisseurs pour les instruments à plus court terme.

2.3.4 Alors que les émissions d'entreprises dans ces trois pays font généralement l'objet de souscription ferme, les titres d'État à la Jamaïque et à la Trinité-et-Tobago sont émis sur le marché primaire par voie d'adjudication. La Barbade est le seul pays où les investisseurs doivent soumissionner pour pouvoir acheter des titres à revenu fixe. Dans ces trois pays, les titres d'État sont émis par la Banque centrale. Les marchés secondaires sont sous-développés et l'activité se limite essentiellement aux titres souverains. Les quelques transactions qui ont lieu interviennent sur le marché hors cote, en raison de l'absence de marché officiel des obligations.

2.3.5 Du fait de la prédominance des titres d'État sur les marchés locaux, la structure de la dette en monnaie locale est essentiellement déterminée par les obligations publiques. Comme on l'a vu plus haut, l'état des finances publiques à la Jamaïque a compliqué l'allongement de la structure des échéances. Les titres à moins d'un an représentaient 27 % de l'encours total de la dette publique en monnaie locale à fin 2004, les titres à échéance comprise entre un et cinq ans plus de 72 % et les titres à plus de cinq ans moins de 1 %.

2.3.6 Par contraste, la Barbade a pu émettre des instruments de dette en monnaie locale à plus longue échéance, à la faveur des fondamentaux relativement solides du pays et d'un profil de service de la dette favorable. En fait, la majeure partie de la dette se compose de titres à long terme, avec des échéances supérieures à 10 ans, et moins d'un quart des émissions totales en circulation sont à moins de cinq ans. Cependant, les titres à échéance intermédiaire (entre 5 et 10 ans) brillent par leur absence, ce qui complique l'établissement des courbes de rendement. La dette intérieure est détenue par les investisseurs institutionnels, notamment des banques commerciales, le Régime national d'assurance, des sociétés de fiducie et des compagnies d'assurance.

2.3.7 Du point de vue de la structure des échéances, la situation de la Trinité-et-Tobago est analogue à celle de la Barbade par la pléthore des émissions aux extrémités courte (moins d'un an) et longue (plus de dix ans) du spectre des échéances. De plus, la majorité des émissions souveraines sont des obligations à taux variable assorties d'une clause de remboursement anticipé, ce qui complique la tarification des instruments de dette.

---

<sup>5</sup> Caribbean Money Market Brokers, une maison de courtage basée à la Trinité-et-Tobago, et une récente étude de C. Pemberton, A. Stewart, et P. Watson (University of the West Indies), ont estimé les courbes de rendement pour chacun de ces marchés à l'aide de méthodes d'interpolation.

### 3. Marché régional des titres publics de l'ECCU

3.1 Le marché obligataire de l'ECCU s'est développé de façon plus formelle que ceux des marchés plus importants de la Jamaïque, de la Barbade et de la Trinité-et-Tobago. La création du marché régional des titres publics (*Regional Government Securities Market*, ou RGSM) a permis d'instaurer des normes et des règles communes aux instruments de dette proposés par les huit États membres de l'ECCU<sup>6</sup>. Le RGSM offre l'avantage de centraliser les activités des marchés primaire et secondaire, qui s'exercent à l'Eastern Caribbean Securities Exchange (ECSE), tout en facilitant les opérations transfrontalières. Bien que ce marché en soit encore à un stade peu avancé, plusieurs titres en monnaie locale à échéance de 3 mois à 10 ans y sont cotés.

### 4. Conclusion

4.1 Dans le cadre de la présente analyse, on a fait valoir que le développement des instruments de dette en monnaie locale offre un solide potentiel en matière de stabilisation macroéconomique et de croissance économique dans les pays MAC car il peut contribuer à réduire les risques liés à la monnaie et aux paiements, à améliorer le fonctionnement des marchés financiers locaux et à drainer l'épargne.

4.2 En dépit de l'amélioration considérable de la situation que connaissent les marchés obligataires en monnaie locale dans les pays MAC et des progrès accomplis sur la voie du développement de ces marchés, des efforts supplémentaires restent nécessaires sur plusieurs fronts. L'expérience montre en particulier que les marchés des pays MAC pourraient bénéficier :

- de la poursuite de la stabilisation macroéconomique par l'élaboration de politiques prudentes ;
- d'efforts accrus en vue de l'amélioration des cadres réglementaires et des capacités de surveillance, ainsi que de l'exécution des dispositions contractuelles ;
- d'une plus grande transparence des marchés et de la création de bourses en bonne et due forme pour les marchés primaires et secondaires ;
- d'une gouvernance d'entreprise, de normes comptables et d'une transparence rigoureuses ;
- du développement de la structure des échéances des émissions souveraines pour servir de référence, faciliter la tarification et aider à l'établissement d'une courbe de rendements ;
- d'un meilleur accès et d'une plus grande diversité des investisseurs ;
- du regroupement des marchés dans le cas des économies de petite taille peu développées ;
- d'un moindre recours au financement bancaire traditionnel, par exemple par la conversion de prêts en obligations ;
- d'une amélioration des systèmes de compensation et de règlement, reposant notamment sur le développement de l'informatique ;
- d'une plus grande coopération avec les partenaires étrangers, par exemple au moyen d'une offre de garanties étrangères sur les émissions locales ou, du côté de la demande, en facilitant l'accès au marché.

4.3 Chaque pays de la région MAC doit trouver la voie qui lui convient le mieux pour développer son marché d'obligations en monnaie locale compte tenu de l'état d'avancement de son économie et de son marché financier. Cependant, au vu des récents succès de quelques pays MAC et des avantages qu'entraîne le développement des marchés pour ce qui est de la stabilité macroéconomique et de la croissance, les pays dans leur ensemble auraient sûrement intérêt à prendre des mesures plus décisives pour développer leurs marchés d'obligations en monnaie locale.

---

<sup>6</sup> Les huit membres de l'ECCU sont Anguilla, Antigua-et-Barbuda, Dominique, Grenade, Montserrat, Saint-Christophe-et-Niévès, Sainte-Lucie et Saint-Vincent-et-les-Grenadines.

## **Bibliographie**

- Association of Banks in Lebanon, « *Economic Letter* », n° 3, March 2005.
- Banque Audi, « *Quarterly Economic Report* », 4<sup>th</sup> Quarter 2004.
- Banque du Liban, « *Monthly Bulletin* », n° 128, January 2005.
- Bond Exchange of South Africa, « *Annual Report* » 2004.
- Profiling the Bond Exchange of South Africa, 2003.
- Caribbean Money Market Brokers, « *Caribbean Bond Guide* », n° 2, 2004.
- « *Trinidad and Tobago Bond Guide* » – Issue # 9, January 15 2004.
- Central Bank of Barbados, « *Money and Capital Markets Monitor* », Vol. VII, n° 3.
- Central Bank of Egypt, « *Annual Report* », 2003/04.
- Central Bank of Trinidad and Tobago, « *Annual Report* », 2003.
- Christensen, Jakob. « *Domestic Debt Markets in Sub-Saharan Africa* », IMF Working Paper 04/46 – Fonds monétaire international, 2004.
- De Longuemar, Thierry. « *Local Currency Development Strategy in Africa by ADB* ». Exposé devant le Comité d'experts de la FEMIP, Luxembourg, mars 2005.
- Eastern Caribbean Central Bank. « *The Region Government Securities Market* » – RGSM, July 2003.
- Euromoney. « *The 2004 Guide to Local Currency Bond Markets* », September 2004.
- Flyvholm, Kristian. « *The Government Bond Market in Botswana* », The Bank of Botswana, 2004.
- Hoskins, Ian. Financial System Development, Bank and Non-Bank Finance, in Mediterranean Partner Countries. « *Background paper for the Second Euro-Mediterranean Regional Economic Dialogue* », Rome, 20 October 2003.
- Institute of International Finance, « *Country Report South Africa* », March 2005.
- Fonds monétaire international. « *Debt-Related Vulnerabilities and Financial Crises—An Application of the Balance Sheet Approach to Emerging Market Countries* », July 2004.
- Jones, Allen. « *Developing African Bond Markets: What Should be Done* ». African Stock Exchange Association, November 2002.
- Nairobi Stock Exchange – « *Monthly Bulletin* », January 2005.
- Pemberton, C., A. Stewart, et P. Watson. « *Improving the Effectiveness of the Market for Bonds in the CARICOM sub region* », University of the West Indies, March 2005.
- Rand Merchant Bank. « *The Development of the South African Corporate Bond Market* », June 2001.
- South African Reserve Bank, « *Annual Economic Report* », 2004.