

L'émergence des marchés en Afrique

Les marchés financiers de certains pays africains commencent à intéresser les investisseurs

David C. L. Nellor

Gratte-ciel à Dar es-Salaam, Tanzanie.

PLUSIEURS pays africains dont les marchés financiers connaissent un essor susceptible d'attirer les investisseurs financiers institutionnels ont toutes les chances de faire partie de la deuxième génération d'économies émergentes.

Les mêmes évolutions cruciales qui annonçaient l'arrivée de ces investisseurs sur les marchés émergents dans les années 80 s'observent aujourd'hui en Afrique subsaharienne : la croissance décolle, son principal moteur est le secteur privé et les marchés financiers s'ouvrent (encadré). L'environnement mondial a joué un rôle primordial : la quête de rendements déclenchée par la forte liquidité des marchés financiers a encouragé les investisseurs à élargir leurs horizons.

Mais la génération actuelle d'économies émergentes évolue dans un environnement plus complexe et plus intégré qu'il y a 25 ans. À l'époque, les investisseurs institutionnels ont pris pied dans les économies émergentes essentiellement via les marchés d'actions et, plus rarement, par le biais des émissions obligataires en devises. Désormais, ces investissements ne représentent qu'une fraction des opérations. La gamme des activités financières des investisseurs est extrêmement large et porte notamment sur les obligations en monnaie locale et les instruments des marchés des changes. L'ingénierie financière est aussi plus élaborée.

Depuis 25 ans, les marchés financiers deviennent plus sophistiqués et complexes, mais les nouvelles techniques financières arrivent sur les marchés émergents africains presque aussi vite que sur les mar-

ché avancés. Mais leur mise en œuvre y est freinée par la faiblesse de l'activité et l'insuffisance des infrastructures de marché.

Les économies africaines qui représentent la deuxième génération de marchés émergents font face à des défis que leurs prédécesseurs ont eu 25 ans pour relever. D'abord, il sera difficile de préserver la stabilité du secteur financier. Comme l'essentiel des flux financiers transite par les systèmes bancaires nationaux, les banques centrales doivent renforcer considérablement leur capacité de surveillance pour gérer l'activité financière complexe apparue quasiment du jour au lendemain. Ensuite, les décideurs politiques ont moins de latitude pour gérer le secteur. Ainsi, les règles prudentielles gouvernant les flux de capitaux, comme les taxes sur les opérations à court terme, sont plus faciles à contourner car il existe désormais des transactions sur produits dérivés qui n'avaient pas cours sur les marchés émergents il y a une génération.

Le présent article identifie les marchés financiers d'Afrique subsaharienne (hors Afrique du Sud) qui offrent aux investisseurs institutionnels des perspectives de bons rendements et le moyen de diversifier leurs risques. Il constate aussi à quel point l'évolution de la conjoncture mondiale influe sur la formulation des politiques et soulève des questions que les investisseurs entrant sur ces marchés doivent prendre en considération.

Identification des marchés émergents

Pour élaborer des indices pertinents, il faut déterminer si un pays est un marché émergent en mettant en rapport la nature et la sophistication de son marché boursier avec le degré de développement de son économie. Standard & Poor's, qui a repris en 2000 les indices financiers des marchés émergents de la Société financière internationale (SFI), a récemment qualifié de «marchés frontières» les pays dont les marchés sont plus petits et moins liquides que ceux des économies émergentes plus avancées. Ce vocable aurait pu s'appliquer à la plupart des marchés émergents des années 80.

Le terme «marchés émergents» désigne ici les pays d'Afrique subsaharienne dont les marchés financiers intéressent les investisseurs. Il est pris dans son sens large et implique une réponse

Naissance du concept d'émergence

Le terme de «marchés émergents» forgé par la Société financière internationale en 1980 désignait les pays en développement dont les marchés boursiers commençaient à présenter les caractéristiques des marchés boursiers matures des pays industrialisés. Des marchés émergents, permettant aux investisseurs de participer à une économie par le biais de placements financiers, ont été identifiés dans toutes les régions du monde. Sur le continent africain, seule l'Afrique du Sud en faisait partie jusqu'ici (voir «L'émergence des marchés», page 54).

affirmative à plusieurs questions permettant d'établir l'appartenance au groupe des marchés émergents :

- y a-t-il eu un décollage de la croissance?
- la croissance est-elle tirée par le secteur privé et les politiques publiques favorisent-elles une croissance orientée par le marché?
- existe-t-il des marchés financiers dans lesquels investir?

Huit pays subsahariens remplissant ces critères et en passe de devenir des économies émergentes sont comparés aux membres fondateurs de l'Association des nations de l'Asie du Sud-Est (ANASE), qui étaient parmi les premiers marchés émergents identifiés par la SFI.

Le décollage de la croissance

Les marchés émergents attirent les investisseurs en leur offrant de meilleurs rendements que les marchés matures et des possibilités de diversifier leurs risques. Une forte croissance du PIB signale aux investisseurs qu'ils peuvent parier sur les perspectives globales d'un pays ou rechercher des opportunités en décelant les sous-valorisations dans des secteurs précis. Les perspectives d'expansion des pays émergents résident généralement dans le rattrapage technologique, d'importants écarts de production, une population jeune et une croissance démographique plus rapide que celle des marchés matures. Les processus créateurs de croissance peuvent varier selon les pays, mais tous les marchés émergents se distinguent par la vigueur durable de leur croissance. Un pays peut avoir un potentiel de diversification des risques si sa croissance tendancielle n'est pas synchrone avec celle des économies matures.

Les avis concernant les perspectives de croissance africaines sont influencés par l'expérience asiatique d'une croissance tirée par les exportations. Les experts, qui estiment que les exportations sont indispensables pour assurer une croissance soutenue des pays africains, se demandent si un tel scénario est possible, surtout en dehors de l'exploitation des ressources naturelles. Bien que le modèle de la croissance tirée par les exportations soit moins viable qu'à l'époque du décollage des marchés émergents de la première génération, l'Afrique peut viser une croissance substantielle en misant sur la substitution des importations, le commerce intrarégional et les marchés d'exportation traditionnels.

Deux tests pourraient servir à identifier les pays susceptibles de réunir les conditions préalables à la croissance, l'un pour les pays riches en ressources et l'autre pour les pays qui n'en ont guère.

Les pays africains riches en ressources affichent traditionnellement des résultats macroéconomiques médiocres. Quand les prix des produits de base étaient élevés, notamment ceux du pétrole, les autorités ont dépensé plus que ne pouvaient absorber leurs économies et le raffermissement des taux de change a asphyxié les secteurs hors ressources. Mais quand les prix ont baissé, ces secteurs n'ont pas redémarré. La récente hausse des prix des produits de base permet d'évaluer les perspectives de croissance des producteurs africains de ressources naturelles. Comment s'accommodent-ils des contraintes macroéconomiques imposées par la persistance de prix élevés? Certes, ce phénomène a contribué à accélérer la croissance, mais le signal pourrait se révéler trompeur; la croissance de ces pays pourrait fléchir en même temps que les prix des matières premières, illustrant ainsi la fameuse «malédiction des ressources».

L'un des moyens d'évaluer leurs perspectives consiste à comparer leurs résultats actuels et ceux qu'ils ont obtenus lors de précédents épisodes de renchérissement des produits de base. Y a-t-il des raisons de penser qu'ils enregistreront des résultats différents cette fois? Les meilleures perspectives seraient celles des producteurs de ressources ayant établi des institutions économiques solides pour éviter une répétition des cycles de récession et d'expansion. Ainsi, depuis le début de la flambée des prix du pétrole en 2004, les résultats économiques du Nigéria sont bien meilleurs qu'au cours de périodes analogues (1974-78, 1979-83, 1990-94), que ce soit en termes de croissance hors pétrole ou d'inflation (graphique 1).

Ce succès résulte principalement du fait que la politique budgétaire a tenu compte de la capacité de l'économie à absorber les fortes variations de la demande intérieure liées aux dépenses financées par l'afflux des recettes pétrolières. En adoptant une règle budgétaire permettant d'aligner les dépenses sur la capacité d'absorption et d'épargner l'excédent des recettes pétrolières, les autorités ont réussi à empêcher la hausse synchrone des prix pétroliers et des dépenses budgétaires qui avait créé auparavant des cycles d'expansion et de contraction. Si cette règle continue d'être observée, le rythme de la croissance devrait très probablement se maintenir.

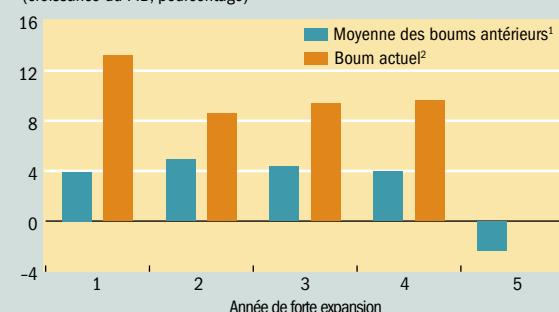
Les pays africains pauvres en ressources ont également connu des difficultés macroéconomiques : les prix qu'ils doivent payer pour les matières premières ont grimpé en flèche. Si quelques pays s'en sont bien tirés — la hausse des prix de leurs propres produits

Graphique 1

La gestion du boum au Nigéria

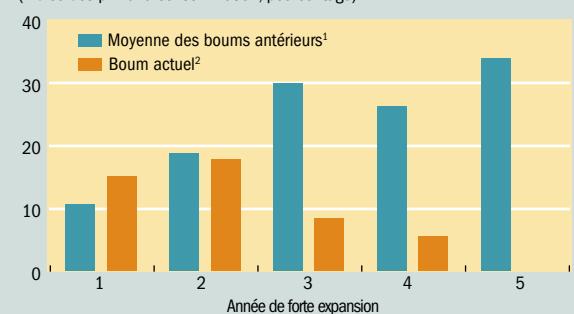
Pendant les quatre premières années de l'actuelle phase d'expansion, le PIB non pétrolier du Nigéria a augmenté bien plus vite qu'au cours des cycles précédents ...

(croissance du PIB, pourcentage)



... alors que la hausse des prix à la consommation a été bien plus lente.

(indice des prix à la consommation, pourcentage)



Sources : autorités nigériennes et services du FMI.

¹Les boums précédents ont eu lieu en 1974-78, 1979-83 et 1990-94.

²Le boum actuel a débuté en 2004.

de base ayant compensé le renchérissement du pétrole — ce n'est certes pas le cas de tous. La capacité de préserver la croissance est un signe de résistance de l'économie et de rupture avec le passé.

La croissance peut être examinée sous l'angle de l'évolution des termes de l'échange (graphique 2). Dans plusieurs pays, leur détérioration, c'est-à-dire la baisse globale des prix à l'exportation par rapport aux prix des importations, s'est paradoxalement doublée d'une croissance très soutenue. Un meilleur cadre de politique économique les a aidés à s'adapter à la hausse des prix d'importation. En outre, les réserves internationales substantielles qu'ils avaient accumulées ont amorti l'impact de l'ajustement. De nouveaux défis restent à relever en matière de politique économique, mais la formulation des politiques s'est améliorée et la flexibilité de l'économie augure de bonnes perspectives de croissance.

Une croissance tirée par le secteur privé

Dans les économies émergentes qui réussissent, quelle que soit leur forme d'organisation économique, le secteur privé est le moteur de la croissance. Les investisseurs institutionnels veulent être assurés que l'essor du secteur privé continuera d'être favorisé et que les droits attachés à la propriété privée seront protégés; à cet égard, leurs intérêts sont identiques à ceux des investisseurs étrangers directs. En ce qui concerne le climat des affaires, les performances de l'Afrique sont généralement médiocres, ce qui en fait un continent moins attrayant pour les investisseurs. Des progrès dans ce domaine stimuleraient très probablement l'investissement.

Les marchés émergents de la première génération ont pris des mesures destinées à les aider dans leur accession au statut d'émergents. Certains pays africains font de même. L'Indonésie, par exemple, avait instauré toute une série d'abattements fiscaux témoignant de son intérêt pour les investisseurs. Au début des années 80, ayant ainsi fait ses preuves, elle a supprimé ces avantages et adopté un régime fiscal classique tout en s'appuyant sur des politiques macroéconomiques pour préserver la compétitivité. Dans l'Afrique d'aujourd'hui, le Mozambique, qui sortait d'un très long conflit, a restauré la confiance du secteur privé de diverses manières, par exemple en proposant une fiscalité avantageuse aux promoteurs de très grands projets, notamment la fonderie d'aluminium Mozal. Ayant démontré sa capacité à obtenir de bons résultats économiques et à protéger les droits du secteur privé, le Mozambique instaure à présent un cadre fiscal équilibré et veille à la stabilité macroéconomique, ce qui en fait une destination de plus en plus prisée des investisseurs.

Investir sur les marchés financiers

L'intérêt des investisseurs institutionnels pour les marchés financiers africains est récent. Suivant l'exemple des économies émergentes de la première génération, les pays d'Afrique leur ont ouvert leurs marchés d'actions. En 2005, la capitalisation totale des Bourses africaines représentait environ 20 % du PIB du continent, un niveau équivalant à celui enregistré par l'ANASE à la fin des années 80. En 2007, le chiffre est monté à plus de 60 %. Les obligations africaines en monnaie locale suscitent un engouement littéralement sans précédent. Les échanges internationaux de titres de dette domestiques et étrangers se sont accélérés. D'après les données de l'Emerging Markets Traders Association, l'activité sur les marchés africains des titres d'emprunt (hors Afrique du Sud) a plus que triplé en 2007, totalisant approximativement 12 milliards de dollars (graphique 3).

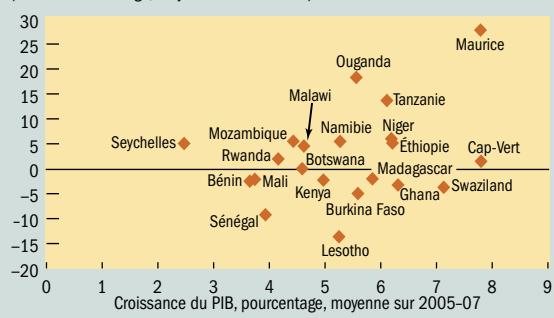
Le principal opérateur est le Nigéria, qui est aussi le plus grand pays de ce groupe. Au cours de la période 2005–06, le Club de Paris a annulé une fraction de sa dette et le reste a été remboursé en grande partie. Depuis, l'essentiel des transactions liées à la dette nigériane concerne des titres domestiques. Fin 2007, le négocié des titres de dette nigérians se classait au 21^e rang mondial, au même niveau voire un peu mieux que de nombreux marchés émergents de la première génération. Proposant une large gamme de produits d'investissement, les banques nigériaines ont collecté environ 12 milliards de dollars entre 2006 et 2007, essentiellement auprès d'investisseurs étrangers.

Nos critères d'identification des marchés émergents (croissance, rôle moteur du secteur privé et fonds disponibles pour l'investissement) sont remplis par huit pays subsahariens : le Botswana, le Ghana, le Kenya, le Mozambique, le Nigéria, l'Ouganda, la Tanzanie et la Zambie. Ensemble, ils représentent environ 40 % de la population (hors Afrique du Sud) et près de la moitié du PIB de la région.

Graphique 2

La croissance, contre vents et marées

Plusieurs pays subsahariens dont les termes de l'échange se sont détériorés ont réussi à conserver une croissance soutenue. (termes de l'échange, moyenne sur 2005-07)



Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* (avril 2008).

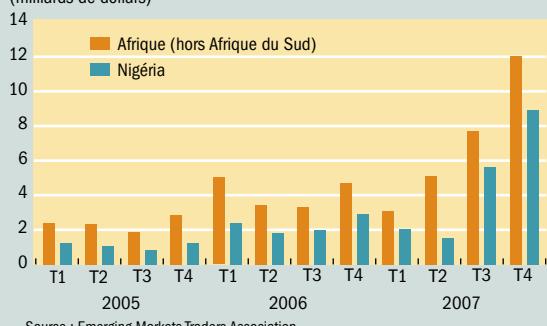
Note : Les États fragiles, les pays exportateurs de pétrole, le Zimbabwe et l'Afrique du Sud ne sont pas inclus.

¹Les termes de l'échange mesurent les prix globaux des exportations d'un pays rapportés aux importations.

Graphique 3

L'effervescence des marchés des titres de dette

Sur les marchés africains des titres d'emprunt, où le Nigéria joue un rôle de premier plan, le volume du négocié étranger a plus que triplé en 2007 et représente environ 12 milliards de dollars. (milliards de dollars)



Source : Emerging Markets Traders Association.

La nouvelle frontière et l'ancienne

Ce groupe de pays n'a pas à rougir de la comparaison avec les pays de l'ANASE (tableau). En 1980, l'ANASE enregistrait déjà une forte croissance économique, mais la conjoncture était très différente de ce qu'elle est aujourd'hui et les économies africaines en voie d'émergence sont peut-être moins vulnérables et plus stables que ne l'étaient les membres de l'ANASE. La croissance subsaharienne est soutenue, comme elle l'était en Asie à l'époque. Inférieure à 10 %, l'inflation africaine est en revanche moins importante que celle mesurée dans les pays de l'ANASE il y a vingt ans. En outre, les pays africains se caractérisent par un niveau de réserves internationales élevé et un ratio dette/PIB faible, ce qu'ils doivent notamment à un allégement de leur dette. *A contrario*, le secteur des administrations publiques est plus important en Afrique qu'il ne l'était dans les pays de l'ANASE.

Sur le plan macroéconomique, les défis à relever sont comparables. Les marchés africains ont tendance à s'appuyer sur des régimes de flottement contrôlé et à utiliser les agrégats monétaires comme référence pour tenir leurs objectifs d'inflation. Du fait de la libéralisation financière et d'autres changements structurels, la stabilité de la demande de monnaie et des liens entre les agrégats monétaires et l'inflation devient problématique. Alors que leur crédibilité commence à être remise en question, les banques centrales recherchent de nouvelles solutions pour couvrir leurs besoins. L'un des buts de certains banquiers centraux africains est d'instaurer un ciblage de l'inflation. Plusieurs pays de l'ANASE avaient fait ce choix, en grande partie pour les mêmes raisons, mais seulement après la crise financière qui a secoué l'Asie à la fin des années 90.

Comme les opérateurs sur le marché cherchent à tirer parti des écarts de valorisations, il est crucial que les pays recevant les investissements prouvent la cohérence de leurs politiques. L'exemple des pays de l'ANASE pendant la crise asiatique des années 90 montre que la combinaison d'une stabilité artificielle des changes et d'une politique monétaire indépendante stimule les flux de capitaux à court terme, dont l'effet est déstabilisant. Les investisseurs ont l'impression de taux de change stables (ou d'un risque unilatéral d'appréciation dans les économies pétrolières) et cherchent à exploiter les différentiels d'intérêt; très courante en Asie à la fin des années 80 et dans les années 90, cette opération spéculative sur écart de rendement (appelée *carry trade*) se répand déjà en Afrique. La forte réticence à l'égard des régimes de change flottant (qui permettent ce type d'opérations) s'explique par le souci d'éviter que la volatilité des changes ne complique la planification stratégique et que, dans les économies pétrolières, la covariation de la monnaie nationale et des prix pétroliers ne constitue un frein permanent à la croissance et à l'emploi dans les secteurs non pétroliers. Le dilemme entre stabilité macroéconomique et souplesse des taux de change risque de devenir encore plus manifeste dans les pays qui opteront pour un ciblage de l'inflation.

Progression dans le classement

Les marchés émergents d'Afrique subsaharienne soutiennent la comparaison avec les économies émergentes de la première génération.

	ANASE ¹	Afr. sub. ²
	1980	2007
PIB (croissance annuelle, %)	7,5	6,9
Inflation (IPC annuel, %)	16,5	7,3
Profondeur financière ³	28,9	29,1
Taille des administrations pub. ⁴	11,0	22,1
Réserves internationales ⁵	3,1	9,4
Dette ⁶	27,0	12,0
Investissement direct étranger ⁶	1,3	4,8
Entrées de cap. de portefeuille ⁶	0,1	0,3

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* (avril 2008).

¹Indonésie, Malaisie, Philippines, Thaïlande et Singapour.

²Botswana, Ghana, Kenya, Mozambique, Nigéria, Ouganda, Tanzanie et Zambie.

³Masses monétaires en pourcentage du PIB.

⁴Dépenses publiques en pourcentage du PIB.

⁵En pourcentage des importations de l'année suivante

⁶En pourcentage du PIB.

Les marchés financiers africains commencent à se doter d'instruments complexes. Contrairement aux premiers marchés émergents des années 80, ils n'ont pas eu la possibilité de parvenir progressivement à maturité. En 1980, les investissements sur les marchés d'actions procédaient généralement d'une stratégie classique d'achat de titres en vue de leur conservation; les flux de portefeuille étaient relativement axés sur le long terme et les émissions souveraines se négociaient sur les places financières internationales. Mais actuellement, les investisseurs institutionnels ont toute une palette d'instruments pour prendre pied sur les marchés africains : actions, titres à revenu fixe en monnaie locale, titres de personnes physiques et produits dérivés. Les transferts de technologie des autres marchés émergents vers les tout jeunes marchés africains ne sont freinés que par la faible densification des circuits et les carences des infrastructures réglementaires et de marché.

Les banques centrales africaines ne doivent surtout pas négliger l'importance de la stabilité du secteur financier, dans une région qui a plutôt eu tendance à privilégier le développement de ce secteur. Le système bancaire étant le principal point d'entrée des apports étrangers, un suivi rigoureux de la gestion des capitaux et des risques par les banques s'impose. Néanmoins, pour les banques centrales, le défi ne consiste pas seulement à déterminer si l'assise financière des banques commerciales leur permet d'encaisser les chocs qui entraînent la multiplication des prêts non performants. Les liens qui existent entre les différents compartiments des marchés financiers (entre l'activité bancaire et l'activité boursière, par exemple) doivent être évalués, tout comme les effets que les variations d'origine macroéconomique des bilans bancaires ont sur les marchés des changes. Comme à l'époque des premiers marchés émergents, les banques centrales doivent assurer une surveillance globale et axée sur le risque, mais la pente de leur courbe d'apprentissage est nettement plus raide. Or, pour certains marchés émergents de la première génération tels que les pays de l'ANASE durant la crise asiatique des années 90, la tâche avait déjà été difficile.

Des perspectives considérables

L'accession de certains pays africains au statut d'économies émergentes leur offre des perspectives économiques formidables. Les marchés de capitaux, qui leur avaient longtemps paru hors de portée et qui sont essentiels pour conserver une croissance rapide et tirée par le secteur privé, s'ouvrent aujourd'hui à eux. On constate déjà que les flux financiers se traduisent par une intermédiation financière accrue dans les pays concernés. Pour que la croissance reste soutenue, il faut notamment que les politiques macroéconomiques et la réglementation prudentielle des mouvements de capitaux permettent d'éviter les pièges de la volatilité des flux à court terme et que la surveillance favorise la stabilité du secteur financier et l'efficacité de l'intermédiation. ■

David C. L. Nellor est Conseiller principal au Département Afrique du FMI.