

QUELLES POLITIQUES POUR RÉDUIRE LE COÛT DU CAPITAL EN AFRIQUE AUSTRALE ?

par

Martin Grandes et Nicolas Pinaud

- La réduction des taux d'intérêt et par conséquent des coûts de financement dans la zone rand (Lesotho, Namibie, Swaziland et Afrique du Sud) est essentielle à la promotion de l'investissement et de la croissance économique.
- Dans ces pays, les taux d'intérêt en monnaie locale dépendent de ceux qui s'appliquent aux transactions libellées en rands. La réduction du niveau et de la volatilité de la prime sur le rand permettrait donc de réduire les coûts de financement dans cette zone.
- Les mesures de politiques économiques doivent s'attacher à accroître la liquidité des marchés financiers sud-africains, faciliter l'accès des entreprises et gouvernements africains à ces derniers, encourager l'épargne domestique en Afrique du Sud, et rehausser l'image du rand auprès des investisseurs internationaux.
- Johannesburg pourrait devenir un centre financier régional, et permettrait ainsi l'acheminement de ressources bon marché vers ses voisins.



CAHIER DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE N° 25

Quelles politiques pour réduire le coût du capital en Afrique australe ?

par

Martin Grandes et Nicolas Pinaud



LES IDÉES EXPRIMÉES ET LES ARGUMENTS AVANCÉS DANS CETTE PUBLICATION SONT CEUX DES AUTEURS ET NE REFLÈTENT PAS NÉCESSAIREMENT CEUX DE L'OCDE, DE SON CENTRE DE DÉVELOPPEMENT OU DES GOUVERNEMENTS DE LEURS PAYS MEMBRES.

Table des matières

Coût du capital et développement.....	5
L'importance du marché obligataire	6
L'importance d'une baisse du coût du capital en Afrique australe	7
Pourquoi le coût réel du capital est-il relativement élevé en Afrique australe par comparaison avec les pays de l'OCDE?	8
Accords financiers dans la zone monétaire commune (zmc)	8
Coûts de financement : quelle est la situation des pays de la ZMC?	10
Pourquoi le coût du capital est-il si élevé en Afrique du Sud?	13
Que faire pour réduire le coût du capital en Afrique australe?	16
La politique macroéconomique sud-africaine	16
Perspectives d'intégration financière régionale	19
Synthèse	22
Notes	24
Bibliographie	26
Autres titres dans la série	28

Coût du capital et développement

Le coût moyen pondéré du capital (CMPC) – une moyenne pondérée du coût de financement par actions et par endettement supporté par les entités de droit public ou privé¹ - est un déterminant important de la croissance économique [voir IOSCO (2002) ou Henry (2003)]. Le CMPC permet de déterminer le *taux seuil* qui sert à calculer les profits économiques réels d'une entreprise. En d'autres termes, lorsque les rendements attendus du capital sont inférieurs au CMPC, les projets d'investissement ne sont pas rentables.

En juillet 2004, le coût du capital en Afrique du Sud pour une entreprise standard² avec un levier de financement nul (i.e. une entreprise non endettée) s'élevait à environ 15.5 pour cent : un taux actuariel de 10 pour cent sur l'obligation à 10 ans du gouvernement d'Afrique du Sud libellée en rands, auquel s'ajoute une prime de 5.5 pour cent liée à la détention d'actions. Le coût du capital à cette même date était de 8.5 pour cent pour une entreprise américaine équivalente (un taux actuariel de 4.5 pour cent sur les bons du Trésor américain plus une prime de risque action de 4 pour cent) et de 9 pour cent pour une entreprise britannique (5 pour cent sur les obligations gouvernementales britanniques plus une prime de risque action de 4 pour cent). Cela signifie que pour être réellement profitable, une entreprise sud-africaine sans levier de financement doit obtenir un rendement de 15.5 pour cent sur son capital, contre 8.5 pour cent pour une entreprise américaine standard et 9 pour cent pour une entreprise britannique (Power, 2004).

Confronté à ce taux seuil très élevé, de nombreuses entreprises sud-africaines de premier rang ont transféré leur cotation principale de la bourse de Johannesburg à celle de Londres ou de New York. Cela leur a permis de faire baisser leur coût du capital et par conséquent d'accroître leur profitabilité réelle. Anglo American, Billiton (qui fait maintenant partie de BHP Billiton), South African Breweries (désormais SABMiller), Old Mutual, Didata ou Investec en sont autant d'exemples. Le niveau relativement élevé du coût du capital constitue en outre un désavantage stratégique pour les entreprises sud-africaines à la recherche d'opportunités commerciales au niveau international, par exemple lorsqu'elles sont en compétition pour l'acquisition d'actifs dans d'autres pays d'Afrique.

Les effets agrégés du différentiel de CMPC auxquels sont confrontées les entreprises sud-africaines ont un impact considérable sur l'économie du pays et par extension sur ses voisins dont la monnaie est ancrée au rand et dont les taux d'intérêt sont très fortement corrélés à ceux de l'Afrique du Sud. Parmi ces effets, on soulignera le niveau faible de l'investissement, une croissance peu

dynamique sur le long terme et qui reste insuffisante en termes de progression du revenu par tête, et la persistance du chômage à des niveaux qui menacent la stabilité sociale du pays (presque 41 pour cent)³. La non utilisation des ressources due à un coût du capital trop élevé en est une des causes majeures; une conséquence en est que la réduction de la pauvreté ne s'effectue pas aussi rapidement que fixé par les Objectifs du Millénaire pour le Développement. L'objectif de ce Cahier de Politique Economique est d'analyser les mesures de politique économique qui pourraient permettre de réduire le coût de capital dans les pays d'Afrique australe, et tout particulièrement dans ceux qui participent à la Zone Monétaire Commune (ZMC), à savoir le Lesotho, la Namibie, l'Afrique du Sud et le Swaziland⁴.

Le calcul du taux seuil (ajusté du risque) qui sert à actualiser les rendements espérés d'un investissement réalisé dans un pays en développement, suppose d'ajouter la prime de risque pays au taux sans risque (4.5 pour cent sur les bons du Trésor américain et 5 pour cent sur les obligations du gouvernement britannique). L'Afrique du Sud n'échappe pas à cette règle. Il en découle qu'une prime de risque pays plus faible permet à une plus large gamme de projets d'investissements d'être rentables. Un plus grand nombre d'entre eux affiche alors une valeur actuelle nette positive. Ainsi, un risque pays modéré favorise l'accumulation de capital domestique, laquelle est un facteur essentiel d'une croissance de long terme soutenue.

L'importance du marché obligataire

Traditionnellement, la plupart des économies en développement sont contraintes de recourir à des prêts bancaires à court terme pour financer des projets d'investissement de long terme. Alors que la majeure partie du financement, au demeurant modeste, obtenu par les pays en développement sur le marché des capitaux s'effectuait jusqu'à présent par émission d'action, le financement obligataire a récemment pris une part plus importante dans le financement total des émetteurs de ces pays, qu'il s'agisse de souverains ou d'entreprises (voir BRI, 2002 ou IOSCO, 2002). Le développement de marchés obligataires locaux contribue à expliquer cette évolution⁵. Dans le cas des entreprises en particulier, le développement de marchés obligataires représente une alternative au financement par prêts bancaires. Quatre raisons au moins justifient le lien positif entre un financement sur le marché des capitaux (obligataires) et un coût du capital plus faible, lequel favorise en retour une croissance économique forte et soutenue.

1) La diversification des risques systémiques. Une dépendance excessive à l'égard du crédit bancaire peut exposer l'économie au risque d'une crise bancaire systémique, et par là même affecter l'activité économique de manière soudaine : les entreprises n'ayant plus accès au crédit sont alors forcées de renoncer à investir, provoquant ainsi une réduction de la demande agrégée via l'effet du multiplicateur. En réduisant le coût global du capital, des marchés obligataires domestiques peuvent atténuer ce risque.

2) Un accroissement de la liquidité. Le développement d'un marché obligataire domestique peut contribuer à augmenter la liquidité en rendant certains investissements dans des pays ou des entreprises attractifs pour un éventail plus large d'investisseurs. Une plus grande liquidité peut par conséquent favoriser la réduction du coût global du capital.

3) Des coûts d'intermédiation plus faibles. Le développement de marchés obligataires domestiques peut également permettre une baisse des coûts de financement grâce à l'élimination ou du moins à la réduction des coûts d'intermédiation, les coûts d'émission étant soumis à une concurrence souvent absente dans le cas d'un prêt bancaire.

4) Une meilleure adéquation en termes de maturités et de structure en devises du passif et de l'actif des entreprises et des gouvernements. Ceux-ci peuvent ainsi structurer leur bilan de manière à réduire le risque de défaut lié à un décalage de maturités des actifs et des créances, ainsi que le risque de change lié aux variations du cours des devises dans lesquelles sont libellées les différentes composantes du bilan. Les entreprises et le gouvernement peuvent ainsi réduire leur coût global du capital. Cela favorise également la croissance de long terme, comme il a déjà été indiqué⁶.

L'importance d'une baisse du coût du capital en Afrique australe

La réduction du coût du capital dans les pays d'Afrique est un objectif majeur pour le développement. Il s'applique dans la ZMC comme ailleurs, notamment en raison du rôle régional important que ces pays sont appelés à jouer.

Premièrement, cet objectif s'est imposé suite aux discussions de Monterrey sur l'accès des pays en développement à des sources de financement bon marchés et durables. Affranchir les pays africains de la dépendance à l'égard de l'aide au développement constitue en effet un objectif central et de long terme.

Deuxièmement, l'Afrique est d'ores et déjà confrontée à une insuffisance de ressources (tout particulièrement dans le contexte de la réalisation des Objectif du Millénaire pour le Développement) ; le NEPAD (NPDA – le Nouveau Partenariat pour le Développement de l'Afrique) a récemment souligné l'importance d'un accroissement de l'épargne domestique et des entrées de capitaux étrangers afin d'y remédier. Dans sa section, consacrée à l'Initiative pour les flux de capitaux, le document de politique économique du NPDA insiste sur la nécessité de « modifier l'image qu'ont les investisseurs de l'Afrique d'un continent à ' haut risque ', tout particulièrement en matière de protection des droits de propriété, de réglementation et de fonctionnement des marchés [...] ». L'Initiative pour les flux de capitaux mentionne également l'importance « de l'approfondissement des marchés financiers au sein des pays et de l'harmonisation et de l'intégration transfrontalière [...] » (NEPAD, 2001).

La réduction du coût du capital est également devenue une priorité du gouvernement sud-africain, notamment dans le contexte du processus d'intégration financière en Afrique. Le ministre des finances sud-africain, Trevor Manuel, a ainsi déclaré que l'Afrique du Sud allait prendre des mesures en 2004 pour devenir un « centre financier régional capable de mieux répondre aux besoins du continent africain » (cité par le *Financial Times* du 19 février 2004).

Pourquoi le coût réel du capital est-il relativement élevé en Afrique australe par comparaison avec les pays de l'OCDE ?

Accords financiers dans la Zone Monétaire Commune (ZMC)

La ZMC est un accord monétaire unissant le Lesotho, la Namibie, l'Afrique du Sud et le Swaziland en vertu duquel les taux de change du Lesotho, de la Namibie et du Swaziland sont ancrés au rand sud-africain à hauteur de un pour un et la banque centrale d'Afrique du Sud s'engage à jouer le rôle de prêteur en dernier ressort auprès des banques centrales partenaires. En outre, les monnaies des pays membres sont entièrement convertibles en rands pour les transactions financières et de compte courant (voir encadré I pour de plus amples informations sur le contexte historique et sur les dispositions principales du Traité de la ZMC).

Encadré I. La ZMC en pratique

La « zone monétaire rand » existe formellement depuis 1974, date à laquelle l'Afrique du Sud, le Botswana, le Lesotho et le Swaziland ont signé l'Accord Monétaire Rand (AMR). Cette union monétaire existait déjà de manière informelle avant 1974 sous le gouvernement britannique. La livre faisait office de monnaie commune jusqu'à ce que le rand la remplace en 1961. Le Botswana, le Lesotho, le Swaziland⁷, et plus tard la Namibie (1993) ont toutefois introduit et maintenu la parité entre leurs propres monnaies et le rand sud-africain. Le premier événement majeur postérieur à l'introduction de l'AMR est la décision du Botswana en 1976 de mener une politique de change et une politique monétaire indépendantes. Le Botswana est toutefois resté lié au rand au travers d'un panier de monnaies dans lequel le rand représente entre 60 et 70 pour cent⁸. Avec la signature de l'Accord Monétaire Trilatéral, la ZMC a remplacé l'AMR en 1986. La Namibie s'y est jointe en 1992 peu après son accession à l'indépendance.

Les principales dispositions du Traité de la ZMR [voir Grandes (2003) ou Tjirongo (1995)] relatives au contrôle des changes et à la politique monétaire sont les suivantes :

a) Gestion des réserves d'or et de devises

Les autorités monétaires respectives sont responsables de la gestion des réserves d'or et de devises du pays. Afin de permettre aux autorités de l'Afrique du Sud de surveiller le système de change de la ZMC, chaque membre fournit à la banque centrale d'Afrique du Sud un compte-rendu mensuel du solde total en or et en devises qui précise notamment le montant détenu en rands par les autorités monétaires et les intermédiaires agréés dans leurs zones respectives.

b) Accès au marché monétaire et aux marchés de capitaux sud-africains

Les articles 3 et 4 traitent de la libre circulation des capitaux au sein de la zone. Les flux de capitaux privés et officiels sont encouragés dans la mesure où ils ne déstabilisent pas les marchés monétaire et de capitaux et où ils n'entrent pas en conflit avec la gestion des institutions financières domestiques. En outre, les gouvernements et les entreprises des parties contractantes ont accès aux marchés de capitaux et au marché monétaire sud-africains. Afin de garantir la stabilité monétaire de la zone, la banque centrale d'Afrique du Sud joue le rôle de prêteur en dernier ressort auprès des autorités monétaires des pays LNS (Lesotho, Namibie et Swaziland).

c) Transactions en or et en devises

L'article 5 prévoit l'accès des pays partenaires de l'Afrique du Sud à son marché des changes.

d) Paiements compensatoires (seigneurage)

L'article 6 établit la formule de calcul des paiements compensatoires correspondant au seigneurage sur les rands en circulation dans les pays partenaires de l'Afrique du Sud. Ces paiements sont calculés sur la base du taux de rendement annuel de l'obligation à long terme du gouvernement sud-africain la plus récente et d'une estimation du volume des rands en circulation dans chaque pays partenaire de l'Afrique du Sud.

e) Transferts de fonds au sein de la zone monétaire commune

Une partie contractante ne doit appliquer aucune restriction sur les transferts de fonds (qu'il s'agisse de transactions courantes ou de capital) en provenance ou à destination d'un autre pays membre. Des restrictions ne peuvent être imposées que dans le cas où des investissements ou la constitution de liquidités sont imposés aux institutions financières domestiques. De telles restrictions ne doivent néanmoins pas être discriminatoires à l'égard des autres pays membres. En outre, les pays partenaires de l'Afrique du Sud peuvent introduire des mesures relatives à l'investissement de fonds dans des titres domestiques afin de mobiliser des ressources domestiques pour leur développement. Les parties contractantes ont également l'obligation de travailler conjointement afin d'éviter l'émergence de flux de capitaux déstabilisants résultant de mesures prises dans un des pays de la zone.

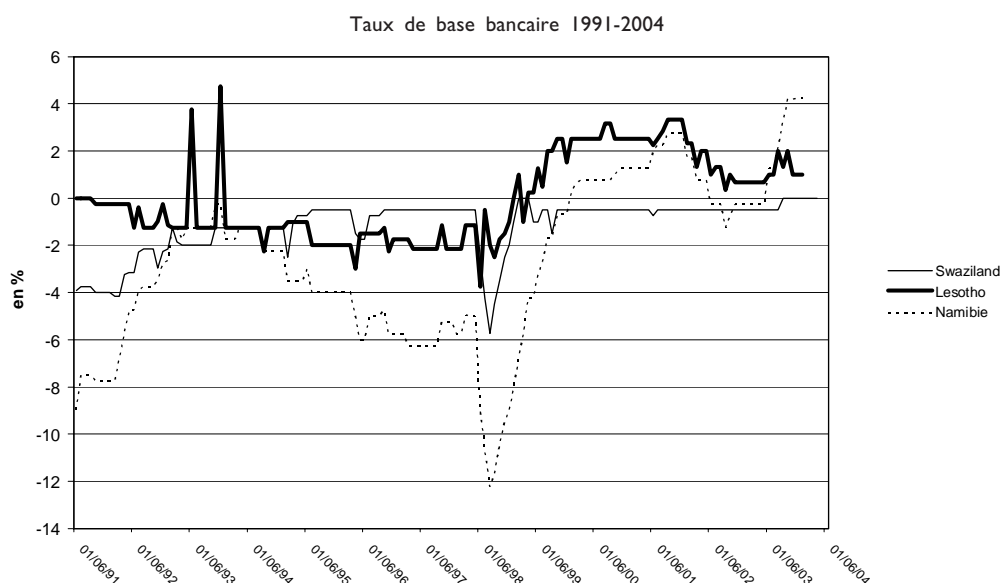
L'accord garantit également une mobilité parfaite des capitaux au sein de la ZMC, de telle sorte que les taux d'intérêt domestiques libellés en rands et in fine le coût réel du capital devraient être identiques dans tous les pays membres. Dans la mesure où les taux d'inflation ont progressivement convergé vers celui de l'Afrique du Sud (Grandes, 2003), tout différentiel de taux d'intérêt entre l'Afrique du Sud et ses partenaires s'explique nécessairement, comme il sera vu ultérieurement, par des primes de juridiction ou de défaut. Enfin, le niveau et la volatilité des taux d'intérêt au sein de la ZMC sont essentiellement déterminés par l'évolution des politiques monétaire et de change de l'Afrique du Sud.

Dans la mesure où l'Afrique du Sud est de loin le marché de capitaux le plus développé de la région, les entités publiques et privées des pays voisins ont intérêt à recourir au centre financier de Johannesburg pour réaliser des investissements profitables à un coût du capital donné (et vraisemblablement inférieur à celui auquel elles auraient pu avoir accès si des marchés financiers avaient existé dans leur pays).

Coûts de financement : quelle est la situation des pays de la ZMC ?

Les emprunteurs des pays en développement – qu'il s'agisse du gouvernement ou de grandes entreprises – qui ont accès aux marchés des capitaux internationaux paient le plus souvent une prime de risque importante par rapport au rendement offert sur un actif sans risque (tels que les bons du Trésor américain) lorsqu'ils souhaitent émettre de la dette (des obligations par exemple). Lorsque ces instruments de dette sont libellés en monnaie locale, une composante majeure de cette prime de risque est la prime de risque de change, qui reflète le risque d'une dépréciation ou d'une dévaluation de la monnaie locale. Dans le cas de la ZMC, ce risque est lié aux variations anticipées et non anticipées du taux de change entre le rand et le dollar américain. Une deuxième composante de poids est la prime de défaut pure, qui reflète quant à elle la santé financière (la solvabilité) de l'emprunteur en question. Cette dernière renvoie non seulement à la capacité du souverain (ou de l'entreprise) à rembourser sa dette, mais traduit également sa *volonté* de faire face à ses obligations. La troisième composante de cette prime de risque est une prime de juridiction (ou « onshore-offshore ») due aux différences entre les réglementations financières domestiques (« onshore ») et internationales (« offshore »). Dans la mesure où ces réglementations sont en principe identiques dans tous les pays de la ZMC, toute divergence dans les primes de risque totales supportées par les pays membres devrait en théorie refléter les différences entre les primes de défaut pures⁹.

Figure 1. Différentiels de taux d'intérêt entre l'Afrique du Sud et les autres pays de la ZMC



Source : DATASTREAM et IFS.

En raison du caractère embryonnaire des marchés financiers dans la région (en dehors de celles effectuées par le gouvernement sud-africain, les émissions obligataires souveraines de long terme sont quasi inexistantes au sein de la ZMC, sans même mentionner celles émanant du secteur privé), il est très difficile de calculer des différentiels de rendements entre pays. Dans la mesure où les instruments du marché monétaire sont plus développés au sein de la ZMC, la figure 1 représente les différentiels de taux d'intérêt entre l'Afrique du Sud et ses partenaires sur la base des taux de base bancaire. La figure 1 montre qu'à l'exception de la Namibie entre 1994 et 1999, ce différentiel de taux d'intérêt a toujours été proche de zéro (on observe un écart de taux très étroit). Ces résultats préliminaires confirment le fait que le déterminant principal des taux d'intérêt dans la ZMC est le niveau des taux sud-africains (au travers de la prime de change sur le rand).

La figure 1 souligne que les taux sud-africains définissent un plancher pour les taux d'intérêt des pays de la ZMC et que ces derniers évoluaient de manière similaire à ceux de l'Afrique du Sud parce que les monnaies des pays de la ZMC étaient ancrées sur le rand. Par conséquent, le niveau élevé des taux d'intérêt dans les pays de la ZMC s'explique en partie par le niveau des taux d'intérêt réels de l'Afrique du Sud, eux-mêmes relativement élevés au cours des dernières années.

Dans un contexte de désinflation en Afrique du Sud, le « taux sans risque » en monnaie locale (celui des obligations du gouvernement sud-africain) a été en moyenne relativement élevé sur la période 1990-2004, contribuant ainsi à un coût élevé du capital en termes réels et par comparaison avec les standards internationaux. Le coût moyen pondéré du capital (CMPC) des entreprises d'Afrique du Sud s'est en effet maintenu à des niveaux élevés tout au long de cette période :

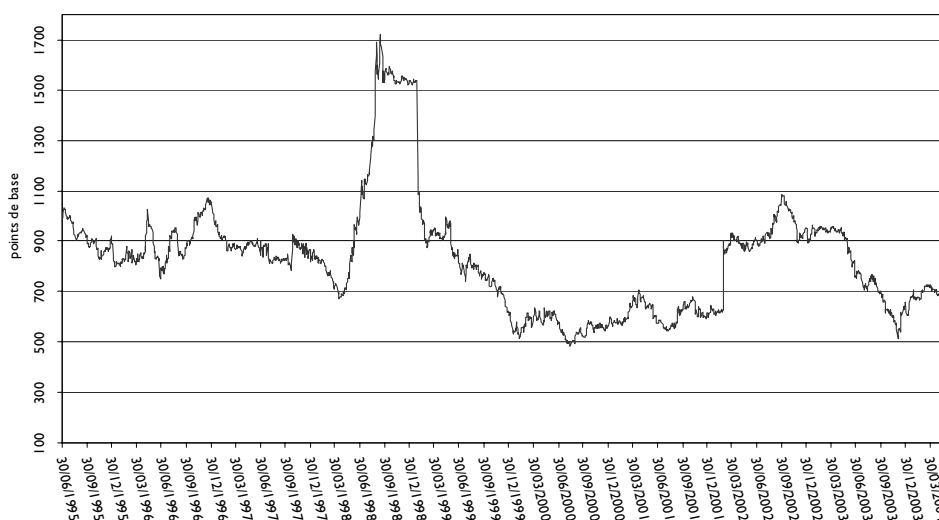
- En juillet 2004, le coût d'un financement par émission d'actions pour une entreprise sud-africaine sans endettement était d'environ 15.5 pour cent, lesquels se décomposent en un taux actuariel sur les obligations gouvernementales de 10 pour cent et en une prime de risque action de 5.5 pour cent (voir plus haut).
- Les coûts d'un financement par endettement libellé en monnaie locale sont même supérieurs, essentiellement en raison du faible engouement de la part des investisseurs sud-africains pour la détention d'obligations. Ces investisseurs « surpondèrent » traditionnellement leur portefeuille en actions et le « souspondèrent » en obligations. Bien que les obligations aient constamment affiché de meilleures performances que les actions au cours de années 90, les institutions financières d'Afrique du Sud ont continué de considérer les actions comme une meilleure couverture contre le risque d'inflation que les obligations. Cette croyance (infondée) dans la supériorité des investissements en actions peut en partie s'expliquer comme un « héritage de la période des investissements imposés » (Power, 2004). Pendant la période de l'apartheid, les fonds sud-africains étaient en effet contraints d'investir massivement dans les obligations émises par le gouvernement, ainsi que par des entreprises publiques et des établissements de service public. Or ces actifs ont affiché des rendements en chute (voire parfois négatifs) à partir des années 80.

La figure 2 montre que les écarts de taux (mesurés par l'indice MSCI I à 3 ans) entre les obligations du Trésor sud-africain libellées en rands et les obligations du Trésor américain libellées en dollars n'ont jamais été inférieurs à 500 points de base sur la période 1995-2004. En moyenne, ils ont été proches de 830 points de base.

Figure 2. **Prime de risque total de l'Afrique du Sud, 1995-2004**

MSCI Afrique du Sud – MSCI États-Unis (maturité 1 à 3 ans)

En points de base (1 pour cent=100 points de base)



Source : DATASTREAM et Morgan Stanley Capital International Inc.

Pourquoi le coût du capital est-il si élevé en Afrique du Sud ?

Bien que la stratégie économique suivie par l'Afrique du Sud depuis le milieu des années 90 peut être considérée comme largement positive dans l'ensemble, certains éléments de la politique macroéconomique ont pu avoir un impact négatif en termes de coût réel du capital dans le pays.

En premier lieu, l'Afrique du Sud a souffert d'un niveau d'épargne structurellement bas. En particulier, la chute de l'épargne des ménages qui a entraîné une baisse de l'investissement ainsi qu'une hausse des taux d'intérêt réels depuis 1980, a annulé les bénéfices attendus de la réduction des déficits budgétaires et a donc contribué à maintenir les taux d'épargne domestiques à de faibles niveaux. Cette chute de l'épargne peut s'expliquer par le caractère non incitatif de la politique fiscale sud-africaine au cours de cette période. Le niveau de l'impôt sur le revenu est élevé en Afrique du Sud (le taux marginal qui s'applique sur les revenus supérieurs à 270 000¹⁰ rands est de 40 pour cent) et le régime de taxation des revenus du capital constitue un obstacle à des taux d'épargne plus élevés. L'ensemble des revenus du capital, plus-values comme intérêts sont en effet soumis à l'impôt¹¹.

Deuxièmement, les politiques monétaire et de change peuvent également avoir contribué au maintien de taux d'intérêt élevés. L'abolition du régime de change dual en 1995 a débouché sur une hausse des taux d'intérêt réels nécessaire pour que le déficit du compte courant puisse être convenablement financé. En outre, une relative inertie des anticipations inflationnistes, c'est-à-dire une adaptation lente de ces dernières à l'évolution de la politique monétaire sud-africaine, s'est traduite par une réponse tardive des taux nominaux obligataires domestiques au processus de désinflation en Afrique du Sud. Ce phénomène a contribué à la persistance de taux d'intérêt réels élevés depuis le milieu des années 90. Ce n'est que très récemment que les taux d'intérêt réels et nominaux ont commencé à baisser (voir également Farrell et Kahn, 2004), et ce en partie grâce à la convergence du taux d'inflation constaté (environ 4 pour cent) vers des valeurs comprises dans la zone cible définie par les autorités monétaires sud-africaines (entre 3 et 6 pour cent).

Ensuite et plus fondamentalement, Grandes, Peter et Pinaud (2003) ont mis en évidence le fait que les écarts de taux sur les obligations libellées en monnaie locale étaient principalement déterminés par la prime de change sur le rand (du moins pour des maturités de court et moyen terme, voir tableau 1). Parce que les investisseurs considèrent la monnaie sud-africaine comme un actif particulièrement risqué et volatile, ceux-ci exigent en effet une forte prime de change (qui représente plus de 90 pour cent de la prime totale sur actifs sud-africains en rands pour des maturités de court terme) pour détenir des actifs libellés en rands. En ce sens, on peut estimer que le rand est sujet à un phénomène connu sous l'appellation de « problème du peso »¹². Des facteurs à la fois domestiques et internationaux contribuent à faire de la monnaie sud-africaine un actif perçu comme risqué par les investisseurs. Les premiers renvoient à l'aversion des investisseurs internationaux pour le risque et leur appétit pour les actifs émergents, alors que les facteurs

domestiques regroupent le risque politique, la politique monétaire, les indicateurs de liquidité externe et les réglementations du contrôle des capitaux. L'existence d'un « effet Zimbabwe » spécifique qui puisse justifier la forte volatilité du rand n'est pas aisé à mesurer statistiquement. Il n'en reste pas moins que la crainte que l'instabilité politique au Zimbabwe (liée à des problèmes de redistribution foncière) ne se transmette à ses voisins (et tout particulièrement à la Namibie et à l'Afrique du Sud) a sans aucun doute affecté la stabilité du rand (comme son effondrement fin 2001 l'a montré) et contribue largement à l'existence de ce « problème du peso » dont souffre la devise sud-africaine.

Tableau I. Décomposition de la prime de risque totale de l'Afrique du Sud
à horizon un an (fondée sur les taux à un an en dollars américains et en ZAR)

	Prime de risque totale (PRT)	Prime de change	En pourcentage de la PRT	Prime de défaut souverain pure	En pourcentage de la PRT
	Points de base	Points de base		Points de base	
Moyenne juin 97- déc 02	805	742	92	63	8
Moyenne mai 99 - déc 02	699	645	92	54	8
Moyenne août 99 - déc 02	694	644	93	50	7
Moyenne août 00 - déc 02	762	728	95	35	5

Source : Grandes, Peter et Pinaud (2003).

Une prime de risque de change sur le rand élevée et volatile a un impact direct sur le coût du capital des pays dont la monnaie est ancrée à la devise sud-africaine et qui souhaitent émettre de la dette libellée en monnaie locale. La prime sur le rand est la composante principale des écarts entre les taux des pays de la ZMC et un taux sans risque.

Enfin, bien que les marchés de capitaux sud-africains soient relativement liquides au regard des standards africains, ils le sont peu par comparaison avec ceux des pays du G7. La capitalisation des marchés financiers de Johannesburg, ainsi que le volume des transactions sont, toutes choses égales par ailleurs, bien plus faibles que ceux des pays développés et la prime de liquidité associée à l'émission de titres à Johannesburg demeure élevée. En termes d'offre, la gamme disponible des instruments financiers dans lesquels investir reste limitée, ce qui restreint d'autant les possibilités de diversifier le risque et limite donc la prise de risques individuels par les investisseurs (que ce soit en termes de prix ou de quantité d'actifs détenus).

Côté demande, le montant limité du capital susceptible d'être investi à Johannesburg limite l'appétit pour le risque. Par conséquent, la « prime de liquidité » exigée par les investisseurs pour détenir des actifs à Johannesburg reste significative. Alors que les investissements de portefeuille par des résidents sud-africains restent limités par les faibles capacités d'épargne domestique, les investisseurs étrangers considèrent toujours les actifs libellés en rands comme risqués, ce qui limite en retour le développement de cette classe d'actifs ainsi que l'approfondissement des marchés financiers sud-africains.

Que faire pour réduire le coût du capital en Afrique australe ?

La politique macroéconomique sud-africaine

L'absence d'autonomie de la politique monétaire des pays de la ZMC et la forte corrélation entre les taux sud-africains et ceux de ses voisins rend d'autant plus urgente la réduction du coût du capital en Afrique du Sud. Comme il a déjà été précisé, une baisse des taux d'intérêt en Afrique du Sud, et plus particulièrement une prime de change sur le rand plus faible et moins volatile, est essentielle à la baisse des coûts de financement dans les pays voisins dont la monnaie est ancrée au rand.

Pour atteindre cet objectif, les autorités sud-africaines doivent poursuivre la gestion macroéconomique pertinente mise en œuvre depuis le milieu des années 90. Des politiques macroéconomiques saines ont en effet permis aux emprunteurs sud-africains de conserver le privilège de pouvoir émettre des obligations libellées dans leur propre monnaie, à long terme, à taux fixe, et à des taux relativement « raisonnables » (comparés à ceux de la plupart des pays en développement)¹³.

Grandes, Peter et Pinaud (2003) ont montré à ce propos que la prime de risque de change sur le rand, qui est la composante principale de la prime sud-africaine totale, est non seulement déterminée par des facteurs internationaux (« push-factors »)¹⁴, mais également et de manière significative par des facteurs domestiques (« pull-factors »). Parmi ces derniers, plusieurs indicateurs de politique monétaire se sont révélés fortement significatifs :

- Le niveau des positions à termes nette non couverte (en dollars) de la banque centrale sud-africaine. Il s'agit du montant de dollars que la banque centrale s'est engagée à vendre à terme et qu'elle n'a pas couvert par des achats à terme équivalents de la devise américaine. Ces dollars vendus à

terme ne sont pas non plus couverts par le montant des réserves en devises fortes détenues par les autorités monétaires. En l'absence d'un niveau suffisant de réserves en devises fortes, ces positions à termes nettes non couvertes constituent un instrument de soutien du taux de change. Elles sont toutefois équivalentes à l'accumulation d'un passif contingent qui peut se matérialiser en cas de dépréciation de la monnaie domestique (comme ce fut le cas de la Thaïlande après l'effondrement du baht de juillet 1997). Afin d'atténuer cette source de vulnérabilité, la banque centrale d'Afrique du Sud constitue des réserves en devises fortes depuis 2002. Les positions à termes nettes non couvertes en devises ont par conséquent pu être éliminées (2003) et le bilan des opérations à terme équilibré (février 2004), permettant ainsi une baisse et une moindre volatilité de la prime de change.

- La déviation du taux d'inflation constaté par rapport à la cible d'inflation initiale. La banque centrale d'Afrique du Sud a adopté un système de ciblage d'inflation en avril 2000. La stabilité des prix est donc l'objectif principal de la politique monétaire auquel les autres variables – parmi lesquelles le taux de change – sont subordonnées¹⁵. Dans ce contexte, la poursuite de son objectif de cible d'inflation par la banque centrale d'Afrique du Sud est susceptible d'affecter fortement le taux de change. Si elle ne parvient pas à respecter ses engagements, elle risque de perdre de la crédibilité et de ne pas parvenir à apaiser les anticipations d'une hausse de l'inflation. Les marchés risquent alors de douter de la capacité de la banque centrale d'Afrique du Sud à contenir l'inflation dans le futur. Conformément à la règle de parité des pouvoirs d'achats, plus les anticipations d'inflations sont importantes, plus les anticipations de dépréciations le sont également. A cet égard, les autorités monétaires sud-africaines sont parvenues à faire baisser l'inflation, et les taux d'inflation constatés se sont maintenus dans la zone cible depuis le second trimestre 2003, contribuant ainsi à faire baisser le niveau et la volatilité de la prime de change.

Les notations souveraines de l'Afrique du Sud sont un autre déterminant essentiel. Il est crucial que les autorités sud-africaines continuent d'améliorer leurs notations et leurs ratios de liquidité afin de contenir la volatilité de leur devise. Cette exigence est d'autant plus importante que la cohérence de la gestion économique sud-africaine n'est pas seulement essentielle pour l'Afrique du Sud, mais importe également pour les économies des pays de la ZMC au travers du rand, puisque sur le plan monétaire ceux-ci tiennent leur crédibilité de la banque centrale d'Afrique du Sud.

Bien que l'Afrique du Sud soit en mesure d'émettre des obligations de long terme libellées en monnaie locale à des taux « raisonnables », ces derniers restent élevés malgré les récents succès de la politique monétaire évoqués plus haut. Comme le tableau 1 et la figure 2 le montrent, il est encore possible dans la région de réduire le coût du capital en monnaie locale en réduisant la prime de change. Les réussites macroéconomiques des autorités sud-africaines depuis la fin des années 90 se sont à cet égard révélées insuffisantes (du moins jusqu'à présent) pour faire baisser de manière significative le coût du capital sud-africain. De nouvelles mesures de politique économique sont donc nécessaires pour réduire le coût réel du capital en Afrique du Sud et, par extension, pour diminuer les coûts de financement dans les pays de la ZMC. Ces mesures comprennent :

1) L'assouplissement des contraintes réglementaires en matière de sorties des capitaux. Le but est de faciliter l'accès des non-résidents aux marchés actions et obligations de Johannesburg et de leur permettre de rapatrier les ressources collectées en Afrique du Sud. Aux termes de la réglementation du contrôle des changes sud-africaine, sont non résidentes toutes les entités extérieures à la ZMC. Elles ne sont pas autorisées à s'inscrire sur les marchés actions et obligations de l'Afrique du Sud. En outre, l'accès des entreprises sud-africaines contrôlées par des actionnaires non résidents à des sources locales de financement (crédit, financement par émission d'actions ou d'obligations) est soumis à une réglementation très stricte : leur endettement local ne peut excéder 100 pour cent de la valeur en rands des fonds détenus par les actionnaires non résidents (et jusqu'à 300 pour cent lorsque les ressources empruntées sont destinées à financer un investissement direct en Afrique du Sud).

2) Le développement et l'approfondissement du marché obligataire local. La consolidation de l'endettement des municipalités sud-africaines et son introduction sur le marché obligataire de Johannesburg ainsi que le développement d'un marché des titres garantis par des obligations (hypothécaires) sont autant de voies pour y parvenir.

3) Encourager l'épargne domestique, au travers d'une réforme fiscale par exemple. Il faudrait ainsi s'interroger sur la pertinence de l'imposition des intérêts de l'épargne¹⁶. De plus, l'amélioration de l'attractivité du pays au travers de réformes microéconomiques structurelles et institutionnelles destinées à remédier aux rigidités du marché du travail, à la pénurie de travailleurs qualifiés ou encore aux retards dans les privatisations¹⁷, permettrait de réduire encore davantage la prime de risque de change sur le rand.

Tableau 2. **Stock d'investissements Afrique du Sud / Afrique**
(Actifs et passif sud-africains vis-à-vis de l'Afrique, en millions de rands)^a

	Investissements directs		Investissements en portefeuille		Autres investissements	
	Actif	Passif	Actif	Passif	Actif	Passif
Afrique	14 031	5 049	747	12 031	12 023	11 395
SACU ^b	1 547	1 381	261	11 707	4 312	5 720

a. Les « autres investissements » sont majoritairement des dépôts bancaires.

b. SACU signifie Union douanière de l'Afrique australe ; elle est composée des pays de la ZMC et du Botswana.
Source : tiré de Thomas (2004), *Quarterly Bulletin*, décembre 2003, Banque centrale d'Afrique du Sud (South African Reserve Bank).

Perspectives d'intégration financière régionale

Le centre financier de Johannesburg offre aux émetteurs potentiels des pays de la ZMC des primes de juridiction et de liquidité inférieures à celles exigées pour l'émission de titres dans leurs marchés financiers domestiques respectifs.

Les marchés financiers sud-africains bénéficient en effet d'un environnement juridique et politique relativement fiable, stable, et favorable aux affaires. C'est pourquoi la prime de juridiction exigée par les investisseurs pour détenir des actifs émis et inscrits sur les marchés actions et obligations sud-africains reste inférieure au reste de l'Afrique. A l'aune des standards africains, Johannesburg dispose en outre de marchés financiers liquides et sophistiqués sans équivalents sur le continent, ainsi que d'infrastructures technologiques comparables à celles des marchés financiers émergents les plus développés.

Par ailleurs, les pays de la ZMC (qui disposent d'un accès libre au marché des capitaux sud-africains), et le Botswana pourraient tirer avantage d'un accès à des financements de long terme en rands, leur monnaie d'ancrage pour les premiers ou un élément central de son panier de devises pour le second. En émettant de la dette en rand, les entreprises et gouvernements de ces pays pourraient ainsi éviter les effets déstabilisants d'un déséquilibre de la structure en devises de leur bilan.

On pourrait par conséquent penser que le centre financier sud-africain deviendra progressivement une « plaque tournante » financière, non seulement pour les pays de la ZMC, mais aussi pour l'Afrique dans son ensemble. Mais dans ces conditions pourquoi si peu d'entités africaines (qu'il s'agisse de souverains ou d'entreprises) hors de l'Afrique du Sud ont recours au centre financier de Johannesburg ?

Jusqu'à présent, l'Afrique du Sud a en effet davantage attiré les investissements en portefeuille en provenance d'Afrique australe que constitué une source et un vecteur de financements pour ses voisins (voir tableau 2).

Les réglementations du contrôle des capitaux en Afrique du Sud (voir plus haut) interdisent l'accès aux financements par actions et par obligations sur les marchés des capitaux sud-africains aux *entités extérieures à la ZMC*. Le ministre des finances sud-africain, Trevor Manuel, envisage toutefois d'assouplir les réglementations qui limitent l'accès aux marchés financiers sud-africains des entités localisées *dans des pays extérieurs à la ZMC*. Il a déclaré que l'Afrique du Sud allait prendre des mesures en 2004 afin de devenir un « centre financier régional capable de mieux répondre aux besoins du continent africain »¹⁸. Le discours de présentation du budget de l'Afrique du Sud pour 2004 affirme en effet que, « Des mesures vont être prises au cours de l'année 2004 afin d'autoriser les firmes étrangères à s'inscrire sur les marchés des capitaux sud-africains et de leur permettre d'accéder à des sources de financement en obligations et en actions à la bourse de Johannesburg (JSE) et sur le marché obligataire d'Afrique du Sud (BESA). [...] L'inscription des entreprises, des institutions et des gouvernements africains pourrait être encouragée au travers d'une disposition spécifique aux investisseurs institutionnels qui leur permettrait d'investir jusqu'à 5 pour cent en plus de leurs actifs de détail total dans des titres africains inscrits au JSE ou au BESA ».

Cette analyse ne concerne toutefois pas les *pays de la ZMC*, qui ont déjà un accès aux sources de financement en actions et en obligations sud-africaines et qui peuvent rapatrier les ressources ainsi collectées. Dès lors, pourquoi l'Afrique du Sud ne joue-t-il pas encore le rôle de centre financier régional au sein de la ZMC compte tenu de la libéralisation complète des flux de capitaux au sein de cette zone ?

Le coût élevé du capital en Afrique du Sud a certainement contribué à réduire l'attractivité du centre financier de Johannesburg aux yeux des pays voisins. Ce problème souligne combien une baisse de la prime de change sur le rand est importante. Les bénéfices d'une telle diminution vont au-delà de l'effet direct à la baisse sur les taux d'intérêt des actifs libellés en rands émis par les pays de la ZMC. Un rand plus stable permettrait de rendre plus attractifs les actifs libellés en rands et accroîtrait ainsi l'intérêt des investisseurs de portefeuille étrangers pour le centre financier de Johannesburg. La liquidité des marchés de capitaux sud-africains s'en trouverait accrue, la prime de liquidité associée à l'émission de titres à Johannesburg (toutes choses égales par ailleurs) réduite, et il serait plus aisé pour les émetteurs des pays de la ZMC d'émettre des actions et des obligations à Johannesburg.

Le principal obstacle à la poursuite de l'intégration financière régionale réside toutefois dans la faiblesse des systèmes financiers locaux des pays de la ZMC. Aziakpono (2004) souligne ainsi le rôle mineur joué par l'intermédiation financière dans le processus de croissance des pays de la ZMC et du Botswana, à l'exception notable de l'Afrique du Sud. Les raisons de l'impact négligeable du secteur financier sur la croissance en Namibie, au Lesotho, au Swaziland et au Botswana ne sont pas les mêmes. Mais à l'exception du Botswana, les voisins de l'Afrique du Sud partagent deux caractéristiques importantes :

- une croissance faible, avec pour corollaire des opportunités d'investissement rares et une demande très modeste (par comparaison avec le crédit à la consommation notamment) de financement pour des projets productifs privés ;
- des institutions financières fragiles et des réglementations qui contraignent fortement l'activité de prêts dans les pays de la ZMC. Non seulement les opportunités de prêts sont très limitées, mais cette activité est en outre très risquée. Dans le cas du Lesotho par exemple, Aziakpono souligne l'existence d'une : « perception selon laquelle une culture du non remboursement des dettes prospère dans ce pays tandis qu'il est très difficile sur le plan juridique d'obtenir le recouvrement des créances non performantes » (idem, p. 17).

La faiblesse des systèmes financiers de pays comme le Lesotho, le Swaziland et la Namibie ne réside pas tant dans la pénurie d'offres de capitaux et de liquidités (les systèmes bancaires respectifs enregistrent un excès de liquidités) que dans le manque d'opportunités d'investissements dans des pays qui souffrent d'un environnement juridique déficient (voir Aziakpono, 2004; ou Vollan, 2000, pour le cas de la Namibie).

Dans ce contexte, le financement par le biais d'une « plaque tournante » financière située à Johannesburg est peu susceptible de modifier la situation des pays d'Afrique australe dotés d'un environnement institutionnel déficient. Les problématiques de gestion de risque vont demeurer au centre des préoccupations des investisseurs qui envisagent de prêter à des agents économiques situés dans les pays de la ZMC. La consolidation des systèmes financiers locaux dans les pays de la ZMC est dès lors indispensable si ces derniers souhaitent réellement tirer les bénéfices d'une intégration régionale plus poussée et de coûts du capital moins élevés chez leur voisin sud-africain.

Synthèse

Compte tenu de son impact sur l'investissement et la croissance économique, le coût réel du capital dans les pays membres de la Zone Monétaire Commune (Lesotho, Namibie, Swaziland et Afrique du Sud) reste trop élevé par comparaison avec celui supporté par les pays développés. La baisse des taux d'intérêt dans les pays de la ZMC est donc une priorité.

Les monnaies des pays LNS sont ancrées au rand sud-africain, de telle sorte que la prime de change sur le rand (i.e. la prime exigée par les investisseurs pour détenir des actifs libellés en rands et sujets à une dépréciation éventuelle) est un déterminant essentiel des taux d'intérêt en monnaie locale au sein des pays de la ZMC. Réduire la volatilité de la prime sur le rand ainsi que son niveau permettrait donc de faire baisser les coûts de financement dans la région. Dans la mesure où la politique économique sud-africaine influence fortement l'évolution de la prime sur le rand, sa pertinence est un enjeu à la fois pour l'Afrique du Sud mais également pour l'ensemble des pays membres de la ZMC.

Modifier la perception actuelle des actifs libellés en rands, c'est-à-dire celle d'actifs qui demeurent risqués, contribuerait également à améliorer la réputation des marchés financiers sud-africains, attirant ainsi davantage d'investisseurs et permettant d'accroître la liquidité de ces marchés. Se financer à Johannesburg serait donc plus aisé et moins coûteux pour les entités localisées dans les pays de la ZMC (qui bénéficient déjà d'un accès aux marchés financiers sud-africains). Au fil du temps, Johannesburg pourrait éventuellement devenir une « plaque tournante » financière pour la région, faisant bénéficier ses voisins d'un accès à des ressources bon marché.

Des mesures politiques décisives doivent être adoptées par les autorités sud-africaines si elles souhaitent diminuer les taux d'intérêt en monnaie locale. Les principaux défis sont :

- D'accroître la liquidité du marché obligataire et de faciliter l'accès des entités africaines (y compris celles qui sont extérieures à la ZMC) aux marchés financiers sud-africains. L'abandon progressif des régulations résiduelles qui contraignent les sorties de capitaux, la consolidation de la dette des municipalités sud-africaines et leur émission sur le marché obligataire de Johannesburg, ou encore le développement de nouveaux instruments comme les titres garantis par des obligations hypothécaires (qui sont assez courants dans les pays développés) pourraient faire figure de priorités ;

- D'encourager l'épargne domestique en réformant par exemple le régime de la fiscalité. La pertinence d'une imposition conjointe des gains en capital sur la détention d'actifs et des intérêts perçus sur l'épargne au taux marginal de l'impôt sur le revenu pourrait être réexaminée.
- D'améliorer l'image du rand auprès des investisseurs internationaux. Des réformes structurelles microéconomiques et institutionnelles seraient nécessaires à cet égard. Une politique déterminée d'endiguement du risque régional par l'Afrique du Sud, la puissance politique et économique de la région, permettrait également de réduire la nervosité des marchés.

Jusqu'à présent, l'Afrique du Sud a toutefois davantage joué le rôle « d'aimant » financier de la région (du moins en ce qui concerne les investissements en portefeuille) que celui de « plaque tournante ». La mauvaise qualité des institutions et de la réglementation financières ainsi que la rareté des opportunités de prêts dans les pays de la ZMC expliquent en partie ce phénomène. Corrigée du risque, l'activité de prêt pour le financement de l'investissement productif dans les pays de la ZMC est peu profitable. En l'absence de consolidation de leurs secteurs financiers et de l'émergence d'une demande locale dynamique de capitaux, la poursuite de l'intégration financière dans la région et la promotion de Johannesburg au rang de plaque tournante financière régionale ne sera donc pas une recette miracle.

Notes

1. Le capital d'une entreprise est un mélange d'actions et de dette. Par conséquent, le coût du capital pour une entreprise est la moyenne du coût de financement par émission d'actions et du coût de financement par endettement pondérée par les parts respective d'actions et de dette dans le capital.
2. Dans ce contexte, "entreprise standard" signifie que les variations du cours de ses actions sont parfaitement corrélées avec celles du marché.
3. Ce taux de chômage fait référence à la définition élargie du chômage, qui inclut les travailleurs découragés (voir South African Reserve Bank, « Quarterly Bulletin », 232, juin 2004).
4. Ce Cahier de Politique Économique s'appuie sur les conclusions d'un projet de recherche mené au Centre de Développement de l'OCDE, financé par la Direction du Développement et la Coopération de la Suisse et intitulé : "Understanding Debt Costs in South Africa: What Policies Can Narrow the Spread?". Consulter également le site internet www.oecd.org/dev/sa2004 pour obtenir des informations sur la conférence intitulée « Comment réduire le coût de la dette en Afrique australe », organisée à Johannesburg les 25 et 26 mars 2004, et qui fait également partie de ce projet.
5. Bien que pour certains pays, le marché de la dette étrangère ait représenté la majeure partie de leur financement (e.g. l'Argentine dans les années 90).
6. Voir Levine (1997) pour une référence générale sur l'impact du développement financier sur la croissance économique.
7. Ces pays ont acquis leur indépendance au cours des années 60 et ont bâti leurs propres institutions monétaires autour de celles de l'Afrique du Sud.
8. Il est également important de rappeler que le Botswana et les pays de la ZMC forment l'Union douanière d'Afrique australe (SACU) caractérisée par l'existence de tarifs douaniers extérieurs communs. Les recettes douanières sont mises en commun et redistribuées de manière à rectifier les déséquilibres de recettes fiscales dus à l'asymétrie de leurs échanges commerciaux.
9. Afin d'être en mesure de calculer une prime de juridiction pour n'importe quel pays membre de la ZMC, il faut pouvoir comparer des actifs financiers libellés dans la même monnaie et émis par le même émetteur mais dans des juridictions différentes, c'est-à-dire dans un pays membre de la ZMC et dans un autre pays non membre (e.g. le Royaume-Uni ou les États-Unis). Cela n'est malheureusement pas possible pour les pays de la ZMC (sauf pour quelques entreprises parapubliques d'Afrique du Sud qui émettent des obligations à Johannesburg et à Londres dans la même monnaie), de telle sorte que la prime de juridiction ne pourra pas être distinguée de la prime de défaut pure.

10. 270 000 rands équivalent à environ 44 415 dollars américains.
11. La part des gains en capital (ou le taux d'inclusion) imposables (via l'inclusion dans le revenu imposable) est de 25 pour cent pour les particuliers, les fonds de gestion spéciaux (trust funds) ou les fonds d'investissement liés à des polices d'assurances individuelles, et de 50 pour cent pour tous les autres contribuables tels que les entreprises ou les fiducies familiales. Les revenus bruts correspondant aux intérêts sur la détention d'actifs s'ajoutent au revenu imposable et sont par conséquent soumis au taux marginal de l'impôt sur le revenu.
12. Le « problème du peso » désigne, pour une devise donnée, un biais systématique dans les anticipations par les marchés des changes du risque de dévaluation attaché à cette devise.
13. L'Afrique du Sud peut être considérée comme un pays sans « péché originel ». Selon Eichengreen et Hausmann (1999), ce « péché originel » renvoie à l'impossibilité pour un pays d'emprunter à l'étranger dans sa propre monnaie et/ou emprunter dans sa monnaie à long terme et à taux fixe sur son propre marché financier domestique. La plupart des économies émergentes souffrent de ce « péché originel ».
14. Sløk et Kennedy (2004) trouvent également un impact significatif de l'aversion globale pour le risque et de l'orientation de la politique monétaire dans les pays développés sur les écarts de taux des marchés émergents.
15. Le ciblage d'inflation implique en principe qu'il n'y a plus de cible pour le taux de change. Son évolution n'est toutefois pas ignorée par les autorités monétaires puisqu'il influence fortement le processus inflationniste.
16. Voir Lawless (2004).
17. Gouws (2004).
18. Voir *Financial Times* (19 février 2004).

Bibliographie

- AZIAKPONO, M. (2004), "Financial Development and Economic Growth in Southern Africa", National University of Lesotho, présentation à la conférence « Comment réduire le coût de la dette en Afrique australe », Johannesburg, 25-26 mars.
- BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX (2002), "The Development of Bond Markets in Emerging Economies", *BIS Papers* No. 11, BRI, Bâle.
- EICHENGREEN, B., ET R. HAUSMANN (1999), "Exchange Rates and Financial Fragility," *NBER Working Paper* No. 7418, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- FARRELL, G. ET B. KAHN (2004), "South African Real Interest Rates in Comparative Perspective: Theory and Evidence", *South African Reserve Bank Occasional Paper* No. °17.
- GOUWS, R. (2004), "South African Country Risk: Backdrop and Challenges Ahead", présentation à la conférence « Comment réduire le coût de la dette en Afrique australe », Johannesburg, 25-26 mars.
- GRANDES, M. (2003), *Macroeconomic Convergence in Southern Africa: The Rand Zone Experience*, Document de travail No. 231 du Centre de développement, OCDE, Paris.
- GRANDES, M., M. PETER ET N. PINAUD (2003), *The Currency Premium and Local-Currency Denominated Debt Costs in South Africa*, Document de travail No. °230 du Centre de développement, OCDE, Paris.
- HENRY, PETER, B. (2003), "Capital Account Liberalization, the Cost of Capital, and Economic Growth", *American Economic Review* Vol. 93, No. 2, pp. 91-96.
- INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO) (2002), "The Development of Corporate Bond Markets in Emerging Countries", Report of the Emerging Markets Committee, Madrid.
- LAWLESS, T. (2004), "The Development of the South African Corporate Bond Market, Relevance, Impediments, Prospects", présentation à la conférence « Comment réduire le coût de la dette en Afrique australe », Johannesburg, 25-26 mars.
- LEVINE, R. (1997), "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, No. 2, pp. 688-726.
- NPDA (2001), The New Partnership for Africa's Development (NEPAD), Policy Document, octobre, www.avmedia.at/nepad/indexgb.html.

- POWER, M. (2004), "Why is the Cost of Capital so High in South Africa? What is SA Inc. Doing About It?", présentation à la conférence « Comment réduire le coût de la dette en Afrique australe », Johannesburg, 25-26 mars.
- SLØK, T. ET M. KENNEDY (2004), "Factors Driving Risk Premia", *OECD Economics Department Working Papers* No. 385, OCDE, Paris.
- SOUTH AFRICAN RESERVE BANK (Banque centrale d'Afrique du Sud) (2004), *Quarterly Bulletin*, 232, juin.
- THOMAS, L. (2004), "Foreign Investment and Regional Integration in Southern Africa", présentation à la conférence « Comment réduire le coût de la dette en Afrique australe », Johannesburg, 25-26 mars.
- TJIRONGO, M. (1995), "Short-Term Stabilization Versus Long-Term Price Stability: Evaluating Namibia's Membership of the Common Monetary Area", *CFSAF Working Paper* 95-18, University of Oxford.
- VOLLAN, B. (2000), "The Development of Financial Markets in Namibia", *South African Journal of Economics*, Vol. 68, No. 1.

Autres titres dans la série

- Ajustement et équité (N° 1)*
par Christian Morisson, janvier 1992
- La Gestion de l'environnement dans les pays en développement (N° 2)*
par David Turnham, avec Leif E. Christoffersen et J. Tomas Hexner, avril 1992
- La Privatisation dans les pays en développement : réflexions sur une panacée (N° 3)*
par Olivier Bouin, avril 1992
- Vers la liberté des mouvements de capitaux (N° 4)*
par Bernhard Fischer et Helmut Reisen, avril 1992
- La Libéralisation des échanges : quel enjeu ? (N° 5)*
par Ian Goldin et Dominique van der Mensbrugge, juin 1992
- Vers un développement durable en Afrique rurale (N° 6)*
par David O'Connor et David Turnham, janvier 1993
- Création d'emploi et stratégie de développement (N° 7)*
par David Turnham, juillet 1993
- Les Dividendes du désarmement : défis pour la politique de développement (N° 8)*
par Jean-Claude Berthélemy, Robert S. McNamara et Somnath Sen, avril 1994
- Réorienter les fonds de retraite vers les marchés émergents (N° 9)*
par Bernhard Fischer et Helmut Reisen, janvier 1995
- Quel cadre institutionnel pour le secteur informel ? (N° 10)*
par Christian Morisson, octobre 1995
- Les Défis politiques de la globalisation et de la régionalisation (N° 11)*
par Charles Oman, juin 1996
- Quelles politiques pour un décollage économique ? (N° 12)*
par Jean-Claude Berthélemy et Aristomène Varoudakis, septembre 1996
- La faisabilité politique de l'ajustement (N° 13)*
par Christian Morisson, octobre 1996
- Politiques de biotechnologie pour l'agriculture des pays en développement (N° 14)*
par Carliene Brenner, avril 1997
- La réforme des fonds de pension : leçons d'Amérique latine (N° 15)*
par Monika Queisser, janvier 1999
- Au lendemain de la crise asiatique : comment gérer les flux de capitaux ? (N° 16)*
par Helmut Reisen, janvier 1999
- Gouvernance participative : le chaînon manquant dans la lutte contre la pauvreté (N° 17)*
par Hartmut Schneider, avril 1999
- La libéralisation multilatérale des droits de douane et les pays en développement (N° 18)*
par Sébastien Dessus, Kiichiro Fukasaku et Raed Safadi, septembre 1999

Éducation, santé et réduction de la pauvreté (N° 19)
par Christian Morriison, octobre 2001.

Le nouveau régionalisme en Afrique subsaharienne : l'arbre cache-t-il une forêt ? (N° 20)
par Andrea Goldstein, mars 2002.

Au-delà de Johannesburg : politiques économiques et financières pour un développement respectueux du climat (N° 21)
par Georg Caspary et David O'Connor, août 2002.

Renforcer la participation à la gestion des dépenses publiques : recommandations à l'intention des principaux acteurs (N° 22)
par Jeremy Heimans, décembre 2002.

LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE dans les pays en développement, en transition et les économies émergentes (N° 23)
par Charles Oman, Steven Fries et Willem Buiters, décembre 2003

Financer les Objectifs du Millénaire pour le développement : idées neuves (N° 24)
par Helmut Reisen, avril 2004.

CENTRE DE DÉVELOPPEMENT DE L'OCDE

CAHIER DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE

Le Centre de développement s'efforce, dans ses activités de recherche, d'identifier et d'analyser les problèmes qui vont se poser à moyen terme, dont les implications concernent aussi bien les pays membres de l'OCDE que les pays non membres, et d'en dégager des lignes d'action pour faciliter l'élaboration de politiques adéquates.

Les *Cahiers de politique économique* présentent sous une forme concise, facile à lire et à assimiler, les résultats des travaux de recherche du Centre. De par sa diffusion rapide, large et ciblée, cette série est destinée plus particulièrement aux responsables politiques et aux décideurs concernés par les recommandations qui y sont faites.

Les coûts de financement en monnaie locale des pays de la zone rand (Afrique du Sud, Namibie, Lesotho, Swaziland) sont excessivement élevés par rapport à ceux des pays du G7. Cette situation constitue un obstacle au développement de l'investissement, freine la croissance, et ralentit le processus de réduction de la pauvreté dans la région. Ce *Cahier de politique économique* examine les choix de politique économique qui s'offrent aux décideurs de la région afin de faciliter l'accès des agents économiques locaux à des sources de financement moins onéreuses. Il identifie en particulier les conditions dans lesquelles les marchés financiers de l'Afrique du Sud pourraient à l'avenir jouer un rôle plus important non seulement dans le financement de l'économie sud-africaine mais également dans celui des pays de la zone rand et, au-delà, des économies africaines.

CENTRE DE DÉVELOPPEMENT DE L'OCDE
Le Seine Saint-Germain
12, boulevard des Îles
92130 Issy-les-Moulineaux
France

Tél. : +33 (0)1 45 24 82 00

Fax : +33 (0)1 44 30 61 49

www.oecd.org/dev

