



Document de travail de la série

Etudes et Documents

E 2007.03

**Le temps retrouvé de l'endettement interne
pour les pays en voie de développement ?
L'exemple de l'Union économique et monétaire ouest africaine
(UEMOA)**

Samuel Guérineau et Sylviane Guillaumont Jeanneney

25 p.
mai 2007

Samuel Guérineau, Maître de conférences à l'Université d'Auvergne et chercheur au Centre d'Etudes et de recherches internationales (CERDI) à Clermont-Ferrand.

E-mail : s.guerineau@u-clermont1.fr, tél : 04 73 17 74 19 ; Adresse : CERDI, 65 Bd F. Mitterrand, 63000 Clermont-Ferrand.

Sylviane Guillaumont Jeanneney, professeur à l'Université d'Auvergne et chercheur au Centre d'Etudes et de recherches internationales (CERDI) à Clermont-Ferrand.

E-mail : s.guillaumont@u-clermont1.fr, tél : 04 73 17 74 19 ; Adresse : CERDI, 65 Bd F. Mitterrand, 63000 Clermont-Ferrand

Le temps retrouvé de l'endettement interne pour les pays en voie de développement ? L'exemple de l'Union économique et monétaire ouest africaine (UEMOA)

Samuel Guérineau* et Sylviane Guillaumont Jeanneney*

Résumé :

De nombreux pays en développement ont bénéficié d'annulations de dette qui leur ont permis de réduire significativement le niveau de la dette publique. Ces pays devront financer des dépenses massives pour atteindre les Objectifs du millénaire pour le développement et ne peuvent compter exclusivement sur des financements extérieurs. Dès lors le recours à des emprunts internes est-il possible et souhaitable ? Cet article analyse cette question dans le cadre de l'Union économique et monétaire ouest africaine, dont cinq Etats sur huit ont bénéficié d'importantes annulations de dette. Il apparaît que le recours au marché financier régional est pour plusieurs pays non seulement possible, puisque le système bancaire est très liquide et que les obstacles institutionnels sont surmontables, mais également souhaitable, dans la mesure où les principaux risques associés (dette publique non soutenable, éviction des investissements privés et appréciation réelle de la monnaie) semblent actuellement limités.

Domestic borrowing: an option for financing public expenditures whose time has come? The case of the West African Economic and Monetary Union (WAEMU)

Abstract:

Following a series of debt cancellations, the public debt of many developing countries has reached low levels. These countries are being urged to extent public spending to reach The Millennium Development Goals (MDGs), but can not exclusively rely on external financing. Consequently, is an increase in the domestic debt possible and desirable? This paper investigates this issue in the case of the West African Economic and Monetary Union (WAEMU), of which several countries have benefited from important debt cancellations. We show that an increase in the domestic debt is not only possible, since there exists excess bank liquidity and that institutional constraints may be overcome, but also desirable since the main risks linked to the rise of public debt (debt distress, crowding out of private investment and real exchange rate appreciation) seem weak at the moment.

Notes biographiques

Samuel Guérineau est Maître de conférences à l'Université d'Auvergne et chercheur au Centre d'Etudes et de recherches internationales (CERDI) à Clermont-Ferrand. Il a été consultant pour le PNUD et l'AFD. s.guerineau@u-clermont1.fr, tél : 04 73 17 74 19 ; CERDI, 65 Bd F. Mitterrand, 63000 Clermont-Ferrand.

Sylviane Guillaumont Jeanneney est professeur de sciences économiques à l'Université d'Auvergne et chercheur au Centre d'Etudes et de recherches internationales (CERDI) à Clermont-Ferrand. Elle est membre du Conseil d'Administration de l'Agence Française de développement et a été membre du Conseil d'Analyse Economique placé auprès du Premier Ministre. Elle a été consultante à la Banque Mondiale et au PNUD. s.guillaumont@u-clermont1.fr, tél : 04 73 17 74 19 ; CERDI, 65 Bd F. Mitterrand, 63000 Clermont-Ferrand

Le temps retrouvé de l'endettement interne pour les pays en voie de développement ? L'exemple de l'Union économique et monétaire ouest africaine (UEMOA)

Avec l'initiative en faveur des pays pauvres et très endettés (PPTE), complétée par l'Initiative d'annulation de la dette multilatérale (IADM), de nombreux pays à faible revenu ont bénéficié, au cours des dernières années et tout récemment en ce qui concerne la deuxième initiative, d'annulations importantes de leurs dettes extérieures dont le volume s'est ainsi fortement réduit. Après ces annulations, la communauté internationale s'interroge sur le l'opportunité de ne plus accorder que des dons à ces pays ou au contraire de leur accorder à nouveau des prêts (Cohen *et al.*, 2006).

Dans les prochaines années, ces pays vont devoir financer des dépenses massives pour tenter d'atteindre les « Objectifs du millénaire pour le développement » (OMDs définis en 2000 par les Nations Unies, qui visent à réduire de manière significative la pauvreté dans les pays en développement d'ici 2015.¹ Dans le cadre de cette initiative, les gouvernements des pays industrialisés ont pris l'engagement d'accroître leur aide au développement, mais il apparaît déjà clairement que les perspectives d'accroissement de l'aide internationale ne seront pas suffisantes pour couvrir les besoins restant à couvrir. Une réflexion s'est ainsi développée sur les moyens d'augmenter les ressources des pays en développement mobilisables en faveur des OMDs, donnant naissance au concept d'espace budgétaire (Heller 2005a, 2005b).

De plus, le souci est apparu d'une dépendance accrue des pays en développement à l'égard de l'aide extérieure. Plusieurs effets négatifs d'un trop large recours à l'aide extérieure ont été identifiés dans la littérature. Le premier s'exerce sur l'épargne privée et le développement financier, dans la mesure où les meilleures opportunités d'investissement sont captées par les bailleurs de fonds étrangers. Le deuxième effet d'éviction porte sur les ressources fiscales. Dans la mesure où les gouvernements doivent justifier leur politique à l'égard des donateurs étrangers, ils se sentent moins redevables vis-à-vis des populations locales, ce qui altère la relation entre l'Etat et les citoyens. La légitimité de la collecte de revenus par l'Etat est amoindrie, et de manière plus profonde la qualité des institutions s'en trouve affaiblie. On a même pu parfois accuser l'aide d'être à l'origine de rentes, voire de corruption. Ces effets négatifs de l'aide justifient un équilibre entre ressources internes et externes.

Parmi les ressources internes susceptibles d'être mobilisées figurent évidemment les ressources fiscales et la réallocation des dépenses publiques en faveur des OMDs. Cependant dans ces deux domaines les marges de manœuvre paraissent étroites dans la plupart des pays. La réduction de la pauvreté ne peut se réaliser de façon importante sans croissance économique, et un accroissement important de la pression fiscale risque d'être défavorable à la croissance. Une meilleure efficacité des dépenses publiques est certes souhaitable, mais est nécessairement un objectif de long terme. On comprend dès lors l'intérêt croissant porté à la question de la dette interne. Dans quelle mesure un accroissement de la dette interne est-il possible ? Dans quelle mesure cet accroissement est-il souhaitable ?

La réponse est certainement propre à chaque pays. Nous allons tenter d'y répondre en nous intéressant aux pays qui forment l'Union économique et monétaire ouest-africaine (UEMOA). Il s'agit de huit pays d'Afrique de l'Ouest, le Bénin, le Burkina Faso, la Côte d'Ivoire, la Guinée-Bissau, le Mali, le Niger, le Togo et le Sénégal, qui à l'exception de la Côte d'Ivoire relèvent tous de la catégorie des « pays moins avancés » (PMA). Ainsi ce sont des pays qui sont encore loin d'avoir atteint les « Objectifs du millénaire ». En deuxième lieu ces Etats appartiennent à la zone franc et de ce fait bénéficient d'une plus grande stabilité monétaire que la plupart des autres pays à faible revenu (Guillaumont Jeanneney, 2006). Après avoir réhabilité leur système bancaire, ils ont adopté, dès les années quatre-vingt, une politique de libéralisation financière, de telle sorte que leurs banques, soumises par ailleurs à une surveillance au niveau de l'Union, apparaissent dans l'ensemble saines et liquides. D'autre part ils ont mis en place un marché financier régional qui a connu un certain développement au cours des dernières années. Cette situation semble *a priori* leur offrir une marge d'emprunt intérieur. Enfin ces huit Etats reçoivent déjà une aide internationale importante, ce qui pourrait les conduire rechercher une moindre dépendance vis-à-vis des financements extérieurs.

Nous allons étudier successivement la faisabilité et l'opportunité pour les gouvernements de l'UEMOA d'accroître leur dette interne en vue d'accélérer la réalisation des « Objectifs du millénaire pour le développement ».

1. Un accroissement de l'endettement interne des Etats de l'UEMOA est-il possible ?

La faisabilité d'un endettement interne des Etats de l'UEMOA, considérés individuellement ou collectivement, dépend de deux contraintes, la situation monétaire de l'union et les règles institutionnelles régissant le financement des déficits budgétaires.

1.1 La situation monétaire de l'Union, favorable aux emprunts internes des Etats.

Les Etats de l'UEMOA ont déjà fait appel à l'épargne publique en émettant des bons du Trésor (avec des échéances de 3 à 12 mois) ou des obligations (de 3 à 7 ans) sur le marché financier régional (Bourse régionale des valeurs mobilières (BRVM) à Abidjan). La première émission d'obligations à 3 ans a été effectuée par la Côte d'Ivoire en 2002. En septembre 2006, la capitalisation boursière du marché régional s'élève à 2144 milliards de FCFA, dont 33% sont constitués par des titres à revenu fixe. Les titres émis par les Etats représentent 277 milliards de FCFA², soit 13% de la capitalisation boursière et 39% de la valeur de l'encours en titres à revenu fixe

Les taux d'intérêt des bons du Trésor s'étalent entre 3,20% et 6% en 2006 et le taux d'intérêt des obligations émises en 2005 et 2006 s'élève à 6,5%, sauf pour le Sénégal qui a pu obtenir un taux de 5,5%. On constate que le coût de l'emprunt pour les pays de l'UEMOA n'est pas beaucoup plus élevé que dans la zone euro, puisque le taux de rendement des obligations publiques à cinq ans dans l'Union monétaire européenne se situe en moyenne à 2,85% en 2005 et à 3,66% en 2006.

La part relativement faible des émissions publiques dans le total de l'appel public à l'épargne et le niveau raisonnable des taux d'intérêt conduisent à penser qu'il existe un potentiel d'endettement supplémentaire. Deux caractéristiques de la situation monétaire de l'UEMOA confirment ce jugement : la situation de sur-liquidité du système bancaire consolidé de l'union, associée à l'importance des réserves extérieures de la Banque centrale des Etats d'Afrique de l'ouest (BCEAO).

a) La sur-liquidité des banques commerciales de l'Union.

La sur-liquidité des banques se manifeste dans l'importance de leurs réserves libre dont le corollaire est la faiblesse du refinancement fourni par la BCEAO.

Le taux des réserves obligatoires détenues par les banques à la Banque centrale, (assises sur les dépôts à vue, les crédits à court terme y compris les crédits de campagne et les avoirs des banques à l'étranger) est fixé depuis juin 2005 entre 3% et 15% selon les Etats. Pour l'ensemble de l'Union, les réserves accumulées au-delà des réserves obligatoires ont représenté, en moyenne sur la période 2002-2004 124% des réserves requises (cf. tableau 1). Les réserves libres ont ensuite diminué (49% des réserves requises en septembre 2006), mais demeurent considérables, d'autant plus que le taux des réserves obligatoires est fixé par la BCEAO à un taux moyen élevé en raison même de l'importance des réserves libres et pourrait

être au besoin abaissé. A titre de comparaison elles sont égales à 80% de la capitalisation boursière des titres publics.

Quant au refinancement des banques par la BCEAO, il ne représentait que 0,1% des crédits à l'économie en septembre 2007 et ne concernait que quatre Etats, le Bénin, le Burkina Faso, la Côte d'Ivoire et le Niger.

Tableau 1 : Réserves libres des banques et réserves extérieures de la Banque centrale

	Réserves libres	Réserves requises	Réserves libres (% Réserves requises)	Avoirs extérieurs bruts de la BCEAO	
				Milliards de CFA	(mois d'importation)
	<i>Milliards de CFA</i>				
2001	186	216	86,1	3011	6,8
2002	348	275	126,5	3732	8,0
2003	371	306	121,2	3735	7,8
2004	430	348	123,6	3730	7,3
2005	204	420	48,6	3769	6,6
2006	220	446	49,3	3966	

Source : BCEAO, *Bulletin de statistiques monétaires et financières*, novembre 2006.

b) L'importance des réserves extérieures de la BCEAO.

L'interdiction faite aux banques de placer à l'extérieur de l'union leurs excédents de liquidité explique que la sur-liquidité du système bancaire de l'Union prenne la forme de monnaie centrale et ait pour contrepartie les abondantes réserves extérieures de la Banque centrale (cf. tableau 1).

Cette accumulation de devises reflète le comportement patrimonial de la BCEAO qui tire un rendement intéressant de ses placements à l'extérieur (88% de son actif en septembre 2006). En effet elle place l'essentiel des réserves extérieures sur son compte d'opérations auprès du Trésor public français qui les rémunère au taux de la facilité de prêt marginal de la Banque Centrale Européenne. Ce taux, qui est le taux plafond du refinancement des banques de l'Union européenne, est supérieur de cent points au taux des appels d'offre (opérations principales de refinancement) ; après avoir évolué entre 4,25% et 4,75% en 2000-2001, il a été progressivement abaissé et a été maintenu à 3% entre juin 2003 et décembre 2005, puis a été progressivement relevé pour atteindre 4,75% en mars 2007; ce taux est favorable puisqu'il est supérieur au taux des dépôts à 3 mois en Europe (EURIBOR). Il est supérieur au taux pratiqué par la banque centrale pour le refinancement des banques commerciales, car depuis 2002 la BCEAO suit la tendance des taux directeurs de la Banque Centrale Européenne et a donc progressivement abaissé son taux de prises en pension qui est à l'heure actuelle de 4,25%

Paradoxalement, le système bancaire de l'union fournit de l'épargne à l'étranger⁴, alors même que l'union est caractérisée par un besoin de financement, puisque son compte courant est largement déficitaire (1338 milliards de francs CFA en 2005, soit 5,5% de son PIB consolidé⁵). Si les banques augmentaient leurs achats de titres publics, cela réduirait automatiquement les réserves extérieures. Les bénéfices de la Banque centrale seraient réduits ainsi que les dividendes distribués aux Etats (correspondant à leur droit de seigneurage⁶), mais comme ceux-ci sont faibles (et mal appréhendés), cela ne viendrait réduire que marginalement l'accroissement des ressources financières issu de l'émission de titres publics. La question est donc de savoir si les réserves extérieures de l'Union sont excessives et pourraient être réduites sans inconvénients.

Les travaux académiques sur le niveau adéquat des réserves d'un pays font référence à la finalité des réserves extérieures détenues par la Banque Centrale: face à un choc extérieur temporaire négatif sur la balance des paiements, les réserves évitent un ajustement brutal de l'économie entraînant une baisse de l'activité économique. Cependant l'accumulation de réserves représente un coût économique dans la mesure où elle requiert un excédent de la balance des paiements, ce qui signifie que l'économie n'utilise pas toutes les ressources issues des exportations, des revenus nets de facteurs et des entrées nettes de capitaux. Elle comporte aussi un coût financier, à mettre en balance avec la sécurité que les réserves procurent, si le rendement des placements extérieurs est inférieur au rendement des crédits internes. Nous avons vu auparavant que pour la BCEAO prévaut la situation inverse, ce qui est sans doute un phénomène transitoire.

La problématique, fondée sur la finalité des réserves, s'applique mal à l'UEMOA. En effet la sécurité que les autorités monétaires des autres pays sont tentées de chercher dans un matelas important de réserves en devises est déjà obtenue par la Convention de compte d'opérations qui lie le Trésor public français à la BCEAO et permet aux réserves extérieures de cette dernière de devenir négatives en présence d'un choc extérieur. L'objectif des accords de la zone franc est en effet d'éviter aux Etats africains d'avoir à ajuster brutalement leur taux de change ou à suspendre la convertibilité de leur monnaie en cas de chocs négatifs, sachant qu'ils ont alors l'obligation de prendre les mesures (qu'ils définissent librement) nécessaires à une amélioration progressive de leur balance des paiements (article 51 des statuts de la BCEAO)⁷.

Si toutefois on applique aux réserves de l'UEMOA les critères traditionnellement utilisés pour juger du « bon niveau » des réserves extérieures, celles-ci apparaissent relativement élevées⁸. Les réserves brutes de change détenues par la BCEAO correspondent

en 2006 à plus de six mois d'importation, après avoir atteint 8 mois en 2002 (cf. tableau 1), alors que l'on considère en général qu'elles devraient couvrir trois à quatre mois. Reconnaissons cependant que bien des pays ont des réserves supérieures, notamment dans les pays émergents d'Asie et en Amérique latine.⁹

Il est courant aussi de comparer les réserves à la masse monétaire en raison du risque d'une crise de change induite par une ruée sur les dépôts bancaires. Alors que ce risque est peu apparent dans l'UEMOA, le ratio des réserves brutes à la masse monétaire est de 60% (septembre 2006). Il est comparativement plus élevé qu'en Asie et du même ordre qu'en Amérique latine¹⁰. Ces divers ratios semblent indiquer un niveau pour le moins confortable des réserves extérieures de l'UEMOA. Toutefois ce jugement doit être tempéré par le fait que l'accumulation des réserves s'est accompagnée d'une accumulation d'arriérés extérieurs par la Côte d'Ivoire, et dans une moindre mesure par le Togo et la Guinée-Bissau. D'autre part l'accumulation de réserves serait évidemment beaucoup moins importante si la position extérieure des banques n'était pas réglementairement limitée.

1.2 Les contraintes institutionnelles aux emprunts internes des Etats.

L'élargissement de l'espace budgétaire par emprunt de l'Etat central rencontre des contraintes institutionnelles liées aux règles de l'Union monétaire et à celles de l'Union économique¹¹. A ces contraintes s'ajoutent les conditionnalités des divers accords passés par les Etats de l'Union avec le FMI.

Une première contrainte porte sur les avances que la BCEAO peut accorder aux Etats. Celles-ci sont limitées par les statuts de la Banque (Art. 14 à 16) : les « avances cumulées » ne peuvent dépasser 20% des recettes budgétaires de l'année écoulée. De plus, à la suite de la transformation de l'Union monétaire en Union économique et monétaire, les gouvernements ont pris en 1998 l'engagement de réduire d'ici à 2001 à zéro les découverts en compte courant des trésors publics à la Banque centrale; devant la difficulté rencontrée par tous les Etats, sauf le Bénin, à remplir cet engagement, le Conseil des Ministres a décidé en septembre 2002 la consolidation des avances statutaires au niveau atteint au 31 décembre 2002 et leur remboursement sur une période de dix ans à compter du 1^{er} janvier 2003, le taux d'intérêt des avances à l'intérieur du plafond étant de 3%, soit inférieur au taux de refinancement des banques. En 2005 la Côte d'Ivoire et le Niger n'ont pu respecter leur engagement ce qui montre que ces Etats au moins sont soumis à une contrainte de liquidité. De plus, la Côte d'Ivoire, le Niger, le Togo et la Guinée Bissau ont accumulé des arriérés de paiements, contrairement aux engagements pris dans cadre de la surveillance multilatérale des finances

publiques et du Pacte de Convergence, de Stabilité, de Croissance et de Solidarité (dit plus loin Pacte de convergence) qui lui est associé depuis 1999. Le point à souligner ici est que le seul instrument par lequel les Etats peuvent désormais canaliser à leur profit l'épargne privée est l'émission de titres publics que les banques sont autorisées à souscrire, émission rendue certes d'autant plus coûteuse, voire incertaine, que l'Etat considéré accumule des arriérés de paiements.

Une deuxième contrainte institutionnelle s'applique aux émissions de titres par les Etats ; elle résulte de deux critères « de premier rang » du Pacte de convergence.

1) L'un est le maximum d'endettement intérieur et extérieur, fixé à 70% du PIB, de façon à éviter un surendettement des Etats: il n'y a pas *a priori* de raison de le modifier. Cinq Etats membres, le Bénin, le Burkina Faso, le Mali, le Niger et le Sénégal, respectaient ce critère en 2005. Une baisse supplémentaire du taux d'endettement de ces Etats résulte en 2006 du bénéfice de l'IADM. Toutefois trois Etats, la Côte d'Ivoire, le Togo et la Guinée Bissau, ne satisfont pas ce critère, les deux premiers n'ayant pas atteint le point de décision de l'Initiative PPTE et le troisième le point d'achèvement.

2) Le second critère, considéré comme le plus important par les autorités de l'UEMOA, est un solde budgétaire de base qui doit être nul ou positif. Curieusement ce solde est calculé comme la différence entre les recettes budgétaires et le total des dépenses (y compris les intérêts de la dette) hormis les dépenses d'investissement financées sur ressources extérieures, ce qui formellement exclut de financer des investissements publics par appel à l'épargne intérieure et donc d'une certaine manière encourage les Etats à recourir au financement extérieur. Ceci ne peut se comprendre que s'il s'agit de dons ou de financements très concessionnels. Le financement de l'investissement public par emprunt intérieur ne pourrait donc se faire qu'en violation de la règle adoptée ou par amendement de celle-ci. Si l'on veut garder quelque crédibilité au Pacte de convergence, mieux vaut améliorer les critères que s'accommoder de leur non respect. Comme seuls deux Etats (sur huit), le Mali et le Togo, ont respecté ce critère en 2006, un assouplissement devrait être facilement accepté par les Ministres de l'Union, qui pourrait s'opérer dans deux directions. L'une serait de ne plus compter dans les dépenses retenues pour le calcul du solde les dépenses d'investissement même si elles sont financées sur emprunt interne, c'est-à-dire d'utiliser un solde courant comme référence. Toutefois, compte tenu du critère « de second rang » qui est de consacrer 20% des recettes fiscales à l'investissement, il serait raisonnable d'inclure dans les dépenses servant au calcul du solde budgétaire de référence cette part des investissements. Un autre aménagement moins radical serait d'exclure des dépenses d'investissement qui sont prises en

compte pour le calcul du solde (c'est-à-dire les investissements financés sur ressources internes) celles qui correspondent à des projets d'intérêt régional.¹²

Il convient également de considérer les engagements que les Etats prennent à l'égard du Fonds Monétaire International lorsqu'ils passent un accord de « Facilité pour la réduction de la pauvreté et la croissance ». En juillet 2006 quatre accords sont en vigueur, accordés respectivement au Bénin, au Burkina Faso, au Mali et au Niger ; le Togo est sans accord tandis que les accords de la Côte d'Ivoire et de la Guinée Bissau sont suspendus. Quant au Sénégal, dont l'accord 2003-2005 est clos, il a confirmé en février 2006 au FMI qu'il s'orientait vers la mise en place du nouvel instrument de soutien à la politique économique (programme sans financement du Fonds) qui comporte aussi des conditionnalités et des revues à dates fixes.

Les Facilités pour la réduction de la pauvreté et de la croissance prévoient en général une conditionnalité relative à un solde budgétaire de base positif, calculé différemment de celui pris en compte dans le Pacte de convergence, en soustrayant des dépenses, outre les dépenses en capital financées sur ressources extérieures, les coûts temporaires des réformes structurelles et les dépenses financées sur ressources PPTE. Là encore le financement des investissements publics par emprunt interne est exclu. En sens inverse, les pays bénéficiant de l'Initiative PPTE et se trouvant dans la phase transitoire, entre le point de décision et le point d'achèvement (il s'agit ici seulement de la Guinée-Bissau), ne sont pas autorisés à émettre de nouveaux emprunts non concessionnels à l'égard de créanciers extérieurs alors que les emprunts auprès d'institutions financières de l'Union ne sont pas soumis à cette restriction.

L'enchevêtrement des règles qui encadrent la dette interne des Etats de l'UEMOA, certes complique la tâche des gouvernements, mais ces règles relèvent de la négociation soit entre les Etats membres de l'Union, soit avec le FMI, et peuvent donc être assouplies.

Une autre solution pour financer les OMDs par un emprunt interne est la voie régionale, n'impliquant ni réforme du Pacte de convergence, ni négociation avec le FMI. La commission de l'UEMOA pourrait emprunter sur le marché financier régional pour promouvoir et réaliser des projets d'intérêt régional. Cette solution devrait être acceptable pour l'ensemble des pays de l'Union. En effet elle correspondrait bien au principe de solidarité entre les Etats de l'Union que manifeste la mise en commun des réserves. De plus elle permettrait de répondre au besoin prioritaire d'investissements à portée régionale, souligné par le Programme Economique Régional adopté par le Conseil des Ministres de mai 2004 à Cotonou et elle s'inscrirait parfaitement dans le cadre du NEPAD¹³.

L'Union économique et monétaire ouest africaine a la personnalité juridique et la faculté d'emprunter lui est effectivement reconnue par l'article 54 du Traité d'Union modifié. Le président de la Commission a reçu en novembre 2005 un avis de principe favorable du Conseil Régional de l'Épargne Publique et des Marchés Financiers (CREPMF) qui a souligné l'intérêt que représenterait pour le développement du marché financier régional l'émission d'obligations par la Commission. L'Union dispose de ressources propres qui devraient permettre de sécuriser le remboursement de ses emprunts : il s'agit essentiellement pour le moment d'une fraction du produit du tarif extérieur commun (Prélèvement Communautaire de Solidarité). Le Traité de l'Union Economique et Monétaire (art.55) prévoit qu'à moyen terme de nouvelles taxes (notamment une TVA) pourraient être instituées en cas de besoin au profit du budget de l'Union. Les ressources de l'Union servent principalement à compenser les Etats pour les pertes budgétaires issues du désarmement douanier et à alimenter un « fonds commun d'investissements structurels » qui pourrait être le garant du service de la dette de l'UEMOA. Toutefois ces ressources auraient besoin elles-mêmes d'être sécurisées (sans doute par une perception directe par la Commission comme prévu dans le Traité) afin d'éviter que certains Etats en difficulté financière n'omettent de les rétrocéder à l'Union, comme ce fut le cas de la Côte d'Ivoire ces dernières années.

Dans la même perspective, la Banque Ouest Africaine de Développement (BOAD) emprunte sur le marché régional depuis de nombreuses années et simultanément finance des projets d'infrastructure d'intérêt régional. Son rôle pourrait s'accroître, mais il est à noter que le portefeuille de ses clients évolue du secteur public vers le secteur privé ce qui est une tendance saine.

En *conclusion*, la situation monétaire de l'Union et de celle des finances de l'Union et de chaque Etat de l'Union permettrait un élargissement de l'espace budgétaire par emprunt public interne, soit sur une base régionale par la Commission, soit par les quatre Etats (Bénin, Burkina Faso, Mali, et Sénégal) qui respectent les critères du Pacte relatifs à la dette publique et aux arriérés de paiements. Possible, cet élargissement est-il souhaitable ?

2. Un accroissement de l'endettement interne des Etats de l'UEMOA est-il souhaitable?

Un élargissement de l'espace budgétaire par emprunt interne comporte trois catégories de risque, qui devraient être maîtrisables : le risque de reconstituer un niveau de dette publique insoutenable, un risque d'éviction de l'investissement privé et un risque de mauvaise

utilisation des ressources publiques supplémentaires qui ne permettrait pas de réduire la pauvreté conformément aux « Objectifs du millénaire pour le développement ».

2.1 Le risque d'insoutenabilité de la dette

L'accroissement de l'endettement n'est une solution envisageable que si la dette reste soutenable, c'est-à-dire si l'Etat conserve la capacité d'assurer le service de cette dette à long terme. Cette capacité est déterminée à la fois par le coût réel de l'endettement, par l'évolution du solde budgétaire primaire et le rythme de la croissance économique.

On peut exprimer la relation entre le taux d'endettement à la période t d'une part et le solde budgétaire, le taux d'intérêt réel et la croissance économique d'autre part, de la manière suivante :

$$\text{Soit : } \frac{B_t}{Y_t \cdot P_t} = \frac{G_t}{Y_t \cdot P_t} - \frac{T_t}{Y_t \cdot P_t} + \frac{B_{t-1} \cdot (1+r)}{Y_{t-1} \cdot P_{t-1} \cdot (1+\pi + \gamma)}$$

Où B représente l'encours de la dette publique, Y le Produit à prix constants, P le niveau général des prix, G les dépenses publiques courantes hors intérêts de la dette, T les recettes publiques, π le taux d'inflation, r le taux d'intérêt nominal et γ le taux de croissance de l'économie.

Le taux d'endettement (le membre de gauche de l'équation) dépend du taux du déficit budgétaire primaire, du niveau initial de la dette et du ratio $\frac{1+r}{1+\pi + \gamma}$. Si le taux de croissance de l'économie γ est supérieur au taux d'intérêt réel ($r-\pi$), le ratio précédent est inférieur à l'unité : une stabilité du taux d'endettement est compatible avec un déficit primaire. Ce cas de figure correspond à la situation des pays de l'UEMOA puisque l'essentiel de l'endettement (externe) se fait à des taux concessionnels et que les taux d'intérêt réels sur la dette interne sont faibles – comme on l'a vu plus haut- et donc généralement inférieurs au taux de croissance du PIB.

Pour analyser la soutenabilité de la dette, il faut faire des prévisions sur l'évolution de ses différents déterminants, la croissance économique qui agit sur le niveau des recettes fiscales (pour un taux d'imposition donné), la politique budgétaire (pression fiscale et taux de dépenses publiques) et les conditions d'endettement, puis en déduire le niveau prévu de la dette et le comparer à une norme. Telle est la démarche que les institutions de Bretton-Woods ont adopté pour analyser la « soutenabilité de la dette » des PVD (Debt Sustainability Analysis, DSA). Elles ont mené cette analyse récemment pour les pays de l'UEMOA, à l'exception de la Côte d'Ivoire et du Togo (cf. tableau 2). Ces prévisions ont le défaut de ne

concerner que la dette externe, pour laquelle les données sont le plus facilement disponibles. Les normes sont relatives à deux indicateurs, la valeur actuelle nette de la dette publique (exprimée en pourcentage du PIB ou des exportations) et le service de la dette (exprimé en pourcentage des exportations ou des recettes fiscales), pour lesquels des valeurs « plafond » sont choisies. Dans les DSA, celles-ci dépendent positivement de la qualité de la gouvernance appréciée par le Country Policy and Institutional Assessment (CPIA), indicateur de qualité de la politique économique et des institutions dans les pays en développement, calculé par la Banque mondiale. A l'aune de cet indicateur la gouvernance est jugée « moyenne » pour le Bénin, le Mali et le Niger, ce qui induit un seuil du stock de la dette (en VAN) limité à 40% du PIB et 150% des exportations et un service de la dette limité à 20% des exportations et 30% des recettes fiscales. La gouvernance du Burkina-Faso et du Sénégal étant jugée « forte », le plafond du stock de dette est relevé à 50% du PIB et 200% des exportations, et le plafond du service de la dette porté à 25% des exportations et 35% des recettes fiscales.

Les quatre pays respectant les critères du Pacte de convergence, (Bénin, Burkina Faso, Mali et Sénégal) ainsi que le Niger, ont bénéficié d'annulations de dette importantes dans le cadre des initiatives PPTE et IADM, ce qui les dote d'une dette actuellement faible (cf. tableau 2). A l'inverse la Guinée-Bissau, la Côte d'Ivoire et le Togo qui n'ont pas encore bénéficié des annulations PPTE et IADM ont à l'heure actuelle un niveau de dette très nettement insoutenable. L'analyse de la soutenabilité va donc se concentrer sur les cinq premiers pays. Le profil de leur dette est établi avec des hypothèses de croissance légèrement plus élevée que la croissance observée au cours des dernières années¹⁴. Les hypothèses sur la politique budgétaire varient d'un pays à l'autre, il est prévu une augmentation de la pression fiscale là où elle est inférieure à la norme du Pacte de convergence et une stabilité pour les autres, ainsi qu'une augmentation ou une diminution du taux des dépenses publiques selon leur niveau actuel. Quant au financement du déficit, il est prévu de maintenir inchangée la part des dons dans le financement extérieur. Comme le taux d'endettement interne est supposé constant, l'endettement externe supposé lui-même en moyenne à des conditions très concessionnelles est la variable d'ajustement.

La valeur actuelle nette (VAN) du stock de la dette pour les cinq pays précités se situe en 2006 entre 10% et 27,5% du PIB et le service de la dette est compris entre 5% et 6,8% des exportations. Les projections de ces indicateurs sur les dix prochaines années indiquent une baisse pour le Sénégal, une stabilisation pour le Bénin et le Mali, et une remontée progressive pour le Niger et le Burkina-Faso, qui ne remet pas en cause le respect des seuils prévus par le

DSA. Pour ces cinq pays la dette, telle qu'elle est prévue jusqu'en 2015 est inférieure à la dette maximale soutenable.

Tableau 2 : Indicateurs de soutenabilité de la dette externe (2002-2015)

<i>en pourcentage</i>		Avant PPTE	après PPTE	Après IADM	Horizon OMDs	
		2002-2004	2005	2006	2010	2015
Bénin	VAN du stock de dette/PIB			11	12	15
PPTE:2003	VAN du stock de dette/exp.			86	80	81
IADM: 2006	Service dette/exports	18	12	5	5	4
Burkina Faso	VAN du stock de dette/PIB	17,5	18,3	10,5	16,6	19,6
PPTE:2003	VAN du stock de dette/exp.	164,6	186,1	96	144,4	151,1
IADM: 2006	Service dette/exports	8,3	7,8	5,1	5,1	6,5
Guinée-Bissau	VAN du stock de dette/PIB		247,3	239,2	69,4	35,9
PPTE:2009	VAN du stock de dette/exp.		656,9	611,2	164	86,9
IADM: ?	Service dette/exports		44	31,9	4,5	4,5
Mali	VAN du stock de dette/PIB		27,2	27,5	28,3	29,3
PPTE:2003	VAN du stock de dette/exp.		105,2	95,6	102,8	126,3
IADM: 2006	Service dette/exports	6,3	7,4	6,8	6	4,7
Niger	VAN du stock de dette/PIB		21,9	7,9	13,7	19,1
PPTE: ?	VAN du stock de dette/exp.		136,4	45,6	70,9	98,5
IADM: 2006	Service dette/exports		9,3	5,4	2,5	2,8
Sénégal	VAN du stock de dette/PIB	35,5	28,2	27	23,3	13,8
PPTE: 2004	VAN du stock de dette/exp.	124,7	113,6	103,1	92,4	73,5
IADM: 2006	Service dette/exports	10,2	5,6	6	5,2	3,4

Sources : IMF, Debt Sustainability Analysis (DSA), tiré de : IMF, 2006 et 2007, *IMF Country Reports* : Burkina-Faso (n°06/359, octobre) ; (Guinea-Bissau (n°06/312, août) ; Mali , (n°06/73, mars) ; Sénégal (n°06/12, mars et n°06/274, juillet) ; Bénin (n°07/06, janvier) ; Niger (n°07/13, janvier) .

Les données sur l'endettement interne sont malheureusement beaucoup plus rares que celles concernant l'endettement externe. Une étude récente du FMI et de la Banque mondiale propose une analyse statistique du niveau de la dette interne pour un échantillon de 66 pays à bas revenus pour la période 1998-2004, mais ne fournit pas des données exhaustives par pays (IMF and World Bank, 2006)¹⁵. Sur cette période, la dette interne représente en moyenne 21,3% de la dette totale et pour 2/3 des pays, elle représente moins de 25% de la dette totale. Pour les trois pays de l'UEMOA pour lesquels nous avons pu obtenir les données, l'endettement interne représente une faible fraction de l'endettement total, 7% environ pour le Sénégal¹⁶ et moins de 5% pour le Mali¹⁷ et le Bénin. On sait également que la Côte d'Ivoire, la Guinée- Bissau, le Niger et le Togo possèdent des arriérés de paiement sur la dette interne.

Même si l'on majore de 5 à 7 points de pourcentage le ratio du stock de la dette au PIB (ce qui surévalue forcément la VAN du stock de dette interne, puisque les données précédentes mesurent la valeur nominale de cette dette¹⁸), les niveaux prévus pour 2015 sont bien en dessous de la norme de soutenabilité de la dette définie par les organismes de Bretton

Woods. Il reste une marge d'endettement de l'ordre de 29% du PIB pour le Sénégal, 25% pour le Burkina, 20% pour le Bénin et 10% pour le Mali.

L'analyse de la soutenabilité de la dette externe des pays de l'UEMOA et le niveau de leur endettement interne confirment que quatre pays (Bénin, Burkina-Faso, Mali et Sénégal) possèdent une marge d'endettement interne. Ainsi pourraient-ils accroître leurs dépenses publiques en faveur des OMDs ou réduire leur dépendance vis-à-vis de l'extérieur sans trop accroître le coût pour les finances publiques. Certes cette marge est quelque peu incertaine pour les pays les plus vulnérables aux chocs externes, notamment le Burkina-Faso et Mali¹⁹. Pour le Niger, qui a une dette soutenable, le préalable à tout nouvel endettement interne est d'apurer les arriérés de dette externe existant encore en 2005 (12 milliards de FCFA). Pour la Côte d'Ivoire, la Guinée-Bissau et le Togo, un nouvel endettement interne est clairement contre-indiqué puisque ces pays ont accumulé des arriérés de paiement et ne remplissent pas les conditions permettant d'obtenir les annulations de la dette dans le cadre des initiatives PPTE et IADM. Certes la Côte d'Ivoire et le Togo ont réussi à emprunter récemment sur le marché régional à des taux d'intérêt raisonnables, mais la poursuite de ce type de financement paraît, au vu de leur situation financière, bien problématique.

2.2 Le risque d'éviction du secteur privé

L'accroissement des dépenses publiques en faveur de la réalisation des Objectifs du millénaire pour le développement comporte le risque, inhérent à l'accroissement de tout type de dépenses financées par emprunt, d'évincer l'investissement privé et ainsi de réduire la croissance économique, alors même que la réduction de la pauvreté dépend du rythme de cette croissance. En effet, en augmentant ses emprunts, l'Etat contribue à élever les taux d'intérêt. L'éviction de l'investissement privé nous paraît, au moins dans un avenir proche, peu vraisemblable dans le contexte de l'UEMOA pour trois raisons : i) dans la situation de sur liquidité dans laquelle se trouve le système bancaire de l'Union, les banques ne trouvent pas un emploi suffisamment sûr et rentable de leurs ressources ; par conséquent les emprunts de l'Etat ne viennent pas amputer l'épargne privée destinée aux entreprises. ii) le développement de l'émission de titres publics – dont le risque est faible - contribue à l'approfondissement et à la diversification du marché financier régional, ce qui devrait inciter les ménages à épargner plus et surtout à placer leur épargne dans des actifs financiers intérieurs au lieu d'investir dans des biens ou de placer leur argent à l'extérieur. iii) les investissements publics réalisés dans la perspective de la réduction de la pauvreté sont dans une certaine mesure complémentaires de

l'investissement privé, puisqu'ils consistent à développer le capital humain et les infrastructures ce qui améliorera à long terme la rentabilité du capital privé²⁰.

Néanmoins, ce risque d'éviction ne peut être totalement exclu si le recours à l'endettement interne est important et durable. Il serait donc utile d'accompagner ce dernier par une politique qui pourrait comporter trois objectifs: l'accroissement de l'épargne privée, l'accroissement du placement de cette épargne sous la forme d'actifs financiers et enfin l'orientation de l'épargne financière vers l'Etat.

Le taux d'épargne privée est très largement déterminé par des facteurs structurels (économiques, démographiques et socio-politiques), difficilement modifiables à court terme (en particulier le niveau de développement et la distribution des revenus) et par la stabilité du contexte politique, dont dépend la sécurité des droits de propriété privée. C'est pourquoi nous nous concentrons ici sur les mesures concernant la bancarisation de l'épargne et son orientation vers l'Etat.

La bancarisation de l'épargne dépend à la fois de l'accessibilité des services bancaires, de la rémunération des dépôts et des risques associés à ces dépôts. Grâce à la stabilité monétaire et à la surveillance régionale des banques de l'Union, celles-ci sont relativement sûres, et depuis la libéralisation des conditions de crédit les banques offrent des taux d'intérêt réels positifs. La bancarisation de l'épargne n'est donc pas freinée par l'existence d'un risque élevé associé aux dépôts ou d'une rémunération réelle insuffisante. A moyen terme, le développement de la bancarisation de l'épargne passe donc essentiellement par une meilleure accessibilité aux services bancaires. Cette amélioration pourrait s'appuyer sur l'extension de la gamme des services financiers, notamment l'offre de comptes bancaires « de base » mieux adaptés aux ménages modestes²¹ que les comptes traditionnels ou encore l'offre de services facilitant les transferts des travailleurs émigrés. Il serait également utile d'améliorer la couverture géographique de l'offre de services bancaires dans les zones rurales, par exemple en utilisant des réseaux déjà existants tels que le réseau postal ou des réseaux de commerce de détail. L'appui sur des réseaux existants doit permettre de limiter les frais de gestion associés à ces services bancaires et donc de ne pas exclure les ménages les plus modestes. Les progrès de l'alphabétisation attendus dans le cadre des OMDs devraient par ailleurs accroître la capacité des ménages les plus pauvres à gérer un compte (« l'alphabétisation financière »).

Pour ce qui concerne la canalisation de l'épargne financière vers les Etats, les pays de l'UEMOA se situent également dans un contexte favorable, puisqu'il leur est possible d'emprunter sur le marché financier régional et que les procédures de surveillance multilatérales des politiques économiques est à même de renforcer la confiance des

investisseurs dans la crédibilité de leurs engagements financiers. Il s'agit donc essentiellement de poursuivre les politiques mises en œuvre depuis 2003 pour développer le marché des titres d'Etat et en favoriser la liquidité. A plus long terme, il serait sans doute intéressant de développer la capacité des collectivités locales décentralisées à mobiliser des ressources empruntées (cf. infra).

2.3 La mauvaise utilisation des ressources publiques supplémentaires

Deux facteurs de nature complètement différente risquent de faire obstacle à la réalisation des OMDs, en raison d'une mauvaise utilisation des ressources supplémentaires nées de l'emprunt. Le premier facteur résulte du rôle de plus en plus important imparti aux collectivités locales dans la fourniture des infrastructures de base et des services sociaux. Le second tient au risque de perte compétitivité des économies et de stagnation économique, si les fonds supplémentaires n'étaient consacrés qu'à des dépenses d'ordre social sans souci d'accroître la productivité des entreprises.

a) La décentralisation

Les Etats de l'UEMOA se sont engagés, comme de nombreux pays en développement, dans un mouvement de décentralisation qui vise à confier aux communes la responsabilité des infrastructures locales et la gestion de la plupart des services sociaux. Un bon exercice de cette responsabilité est essentiel à la réduction de la pauvreté. Or il se heurte à deux contraintes, l'insuffisance des ressources financières de la plupart des communes et leur faible capacité technique et administrative. C'est pourquoi les bailleurs de fonds, en particulier la Banque mondiale, ont mis en place des programmes d'aide aux communes qui leur offrent à la fois un financement et une assistance technique. Le programme d'appui aux communes du Sénégal (PAC 1998-2005), mis en œuvre par la Banque mondiale et auquel se sont associés divers donateurs bilatéraux, est une bonne illustration de l'intérêt porté par la communauté internationale à la décentralisation.

Un recours accru à l'endettement interne pour le financement des OMDs pose alors deux questions. D'une part, la faculté d'emprunter doit-elle être réservée à l'Etat central ? Cette option comporte le risque que les transferts de fonds de l'Etat central aux communes ne soient pas à la hauteur des nouvelles fonctions qui leur sont transférées, ce qui est bien la situation actuelle des pays de l'UEMOA. D'autre part, les communes sont-elles capables d'emprunter ? Dans le cadre du programme pré-cité les communes urbaines sénégalaises ont eu la possibilité d'emprunter à une Agence de Développement Municipale afin de compléter les subventions que celle-ci leur donnait. Ces communes ont pour la plupart honoré leurs

engagements. Mais cela ne signifie pas pour autant qu'elles soient prêtes à emprunter aux banques de la place. Les bons taux de recouvrement s'expliquent par le mixage dons-prêts de l'Agence municipale et par l'assistance technique dont ont bénéficié les communes pour le diagnostic de leur situation financière, l'établissement de leur « contrat ville » passé avec l'Agence et le choix de leurs investissements. L'amélioration des capacités de gestion des communes et l'augmentation de leurs ressources propres par la fiscalité locale sont la condition du recours à des emprunts bancaires, ce qui ne peut être réalisé à court terme.

b) Le syndrome hollandais

On sait qu'un brusque afflux de ressources extérieures, dû par exemple à une forte amélioration des termes de l'échange, à une découverte de ressources naturelles, à des investissements directs étrangers ou à de l'aide étrangère, peut être à l'origine d'un « syndrome hollandais »²². Le raisonnement est simple : si l'afflux de ressources extérieures n'est pas complètement absorbé par des importations supplémentaires, il entraîne une augmentation de la demande de biens non échangeables internationalement ; s'il n'existe pas de capacité de production inemployée dans ce secteur, cette augmentation de la demande entraîne une hausse du prix relatif de ces biens, autrement dit une appréciation du taux de change réel et une perte de compétitivité²³. Cette appréciation réelle se manifeste notamment par la hausse de la rémunération réelle du travail qualifié car ce dernier est un facteur de production rare dans les pays en développement ; elle risque donc d'affecter particulièrement le secteur industriel ou de services marchands utilisant une technologie moderne et particulièrement demandeur de travail qualifié (Rajan et Subramanian 2005).

Un accroissement de l'endettement interne de l'Etat peut exercer un effet similaire lorsqu'il se réalise sur un marché financier régional (et non plus national) ou s'il se réalise dans une économie sur-liquide de telle sorte que la ponction sur l'épargne intérieure n'entraîne pas de réduction des dépenses privées qui serait susceptible de ralentir la hausse du prix des biens non échangeables. Ce sont bien les hypothèses suggérées précédemment pour les pays de l'UEMOA. Dans ces pays, si l'accroissement des dépenses publiques porte sur des biens importables, il sera sans influence sur le niveau des prix de ces biens, puisque la monnaie est convertible ; il entraînera seulement une diminution des réserves extérieures dont nous avons pu juger le niveau excessif. En revanche, si les dépenses publiques supplémentaires portent sur des biens non échangeables, elles risquent d'induire une hausse de leur prix, une appréciation du taux de change réel et une perte de compétitivité de

l'économie dans son ensemble, le taux de change nominal étant fixe et défini au niveau de l'Union.

Deux considérations permettent de répondre à cette inquiétude, relatives d'une part à l'évolution du taux de change réel de l'UEMOA depuis la dévaluation du franc CFA en 1994, d'autre part à la possibilité d'orienter les dépenses supplémentaires vers une croissance de la productivité.

La dévaluation du franc CFA de 50% a entraîné une dépréciation réelle de la monnaie importante en raison de la bonne maîtrise de l'inflation due à l'autonomie de la BCEAO et à l'engagement des Etats en faveur de la stabilité monétaire dans le cadre des accords de la zone franc. En 2005 l'avantage de compétitivité donné par la dévaluation n'avait pas disparu, en dépit de l'appréciation nominale de l'euro vis-à-vis du dollar, même si la situation diffère d'un pays à l'autre. Le tableau 3 présente l'évolution depuis 1980 de trois indices de taux de change effectif réel qui diffèrent par la pondération accordée aux pays partenaires. Le premier se réfère à une pondération selon l'origine des importations et reflète donc l'impact du taux de change sur la compétitivité des producteurs locaux sur les marchés intérieurs. Pour des pays exportateurs de produits peu élaborés et donc relativement homogènes (notamment des produits primaires) une pondération en fonction de la destination géographique des exportations n'aurait pas grande signification puisque ces produits sont en fait vendus sur des marchés internationaux. Pour apprécier l'impact du taux de change sur la compétitivité des pays de l'UEMOA sur les marchés extérieurs, il est préférable de considérer les concurrents à l'exportation. C'est ainsi qu'on utilise une double pondération en fonction des catégories de produits exportés et des principaux exportateurs mondiaux de ces produits, en distinguant les produits primaires d'une part et les produits manufacturés de l'autre (cf. note du tableau 3)

Les trois indicateurs de taux de change réels donnent des résultats similaires. En 2005, trois pays sur les quatre pour lesquels il nous semble que se présente une opportunité raisonnable de recourir à l'endettement interne, soit le Burkina, le Mali et le Sénégal, ont un taux de change réel qui demeure significativement inférieur au niveau antérieur à la dévaluation (de 20 à 30%). En revanche le taux de change réel du Bénin n'est inférieur au niveau de 1993 que d'environ 10%. Il en est de même pour la Côte d'Ivoire, tandis que le Niger conserve un avantage compris entre 15 et 25% selon les taux de change²⁴.

Tableau 3 : Taux de change effectifs réels des pays de l'UEMOA (1980-2005)*(Indices base 100 en 1990)*

Pays	TCER	1980	1985	1990	1993	1994	2000	2005
Bénin	Imports	117,0	94,6	100,0	98,4	72,6	82,0	91,6
	Primaires	169,5	83,2	100,0	104,2	73,7	73,3	93,6
	Industrie	140,3	85,5	100,0	100,9	71,3	77,3	93,9
Burkina Faso	Imports	124,5	114,4	100,0	90,9	65,4	64,8	72,5
	Primaires	133,9	87,1	100,0	95,5	60,9	53,6	68,1
	Industrie	122,5	96,7	100,0	94,6	59,7	57,2	69,5
Côte d'Ivoire	Imports	110,9	87,1	100,0	100,3	62,8	70,5	79,5
	Primaires	80,4	59,5	100,0	101,4	65,8	77,2	90,9
	Industrie	111,4	76,1	100,0	97,3	61,7	65,1	78,8
Guinée-Bissau	Importations	147,8	118,2	100,0	84,8	80,2	87,3	
Mali	Imports	85,2	97,6	100,0	86,9	64,3	65,6	69,3
	Primaires	139,6	97,2	100,0	85,4	52,5	47,7	58,9
	Industrie	130,3	107,6	100,0	93,3	57,9	55,5	63,9
Niger	Imports	127,9	113,1	100,0	79,4	62,3	59,9	68,1
	Primaires	150,4	115,3	100,0	83,5	54,7	58,0	62,7
	Industrie	128,8	108,1	100,0	80,2	56,4	55,0	66,6
Sénégal	Imports	106,8	109,9	100,0	89,1	59,3	60,9	63,2
	Primaires	90,4	88,5	100,0	88,6	58,8	53,1	63,5
	Industrie	98,5	93,0	100,0	85,8	56,3	50,4	58,6
Togo	Imports	129,7	110,9	100,0	93,4	70,4	81,1	85,3
	Primaires	105,5	78,7	100,0	94,1	66,9	68,7	85,2
	Industrie	118,6	90,7	100,0	88,9	64,5	70,4	82,0

Source : base de données CERDI

NB : Les taux de change réels sont une moyenne géométrique indices des taux de change réels bilatéraux des pays de l'UEMOA vis-à-vis de leurs partenaires commerciaux (source PCTAS-CTCI-REV3, nomenclature à 4 chiffres). Ces taux sont calculés en utilisant les indices de prix à la consommation, une hausse représentant une appréciation réelle. Les trois catégories de taux diffèrent par le choix et la pondération des partenaires. L'indice « importations » repose sur la répartition géographique des importations (dix premiers partenaires hors pays exportateurs de pétrole, moyennes 1999-2003). Les deux indices suivants « concurrence industrie » et « concurrence produits primaires » pondèrent les indices bilatéraux par l'importance des dix principaux pays concurrents pour les principaux produits manufacturés ou primaires exportés par les pays de l'UEMOA (deux à vingt-quatre produits, moyennes 1999-2003)

On sait cependant que la seule évolution temporelle des taux de change réel est insuffisante pour réfuter l'existence d'une surévaluation du taux de change. Il se peut en effet que les déterminants fondamentaux du taux d'équilibre aient changé depuis la période de référence. Y Abdih et C.G. Tsangarides, (2006) ont présenté une analyse économétrique du taux de change réel d'équilibre de l'ensemble de l'UEMOA qui peut nous éclairer. Bien que la pondération réduite à cinq concurrents soit différente de celles du CERDI, l'évolution du taux de change réel est conforme à celle que dégagent les évaluations précédentes²⁵. Les auteurs procèdent classiquement en deux étapes. 1) Ils estiment une relation de long terme entre le taux de change réel en fonction de ses déterminants fondamentaux; il s'agit des

termes de l'échange, de la part de la consommation publique dans le produit, du degré de contrôle du commerce extérieur (mesurée par le taux d'ouverture), de la croissance de la productivité relativement à celle des concurrents (effet Balassa-Samuelson) et du taux d'investissement²⁶. L'estimation porte sur la période 1970-2005 et utilise la méthode de cointégration par le maximum de vraisemblance de Johansen. Les coefficients des variables explicatives sont significatifs avec le signe attendu. Durant la période récente 2000-2005 l'amélioration des termes de l'échange et l'augmentation de la consommation publique ont contribué à l'appréciation réelle tandis que l'augmentation du taux d'investissement, la plus grande ouverture sur l'extérieur et la diminution de la croissance relative du produit par tête ont conduit à une dépréciation réelle. 2) Dans une deuxième étape les auteurs distinguent dans l'évolution des fondamentaux la part permanente (dont dépend le taux de change réel d'équilibre) et la part transitoire ou conjoncturelle²⁷ ; cela leur permet, en utilisant l'estimation précédente, de calculer un taux de change d'équilibre et pour chaque année l'écart entre le taux observé et le taux d'équilibre. Il apparaît qu'en 2005 le taux de change observé de l'UEMOA est légèrement supérieur au taux d'équilibre, mais la différence n'est pas statistiquement significative.

Afin sans doute de présenter une analyse exempte de toute subjectivité les auteurs ne portent pas de jugement sur le niveau souhaitable des déterminants de long terme du taux de change d'équilibre. C'est cependant une limite de l'analyse dans la mesure où une accélération de la croissance et une action plus vigoureuse en faveur de la réduction de la pauvreté pourraient impliquer une ouverture accrue sur l'extérieur et un taux d'investissement plus élevé (que d'ailleurs un recours accru à un endettement public interne vise à favoriser), ce qui justifierait une dépréciation du taux de change réel.

Même si l'on estime que le niveau actuel du taux de change réel de l'UEMOA n'est pas un motif d'inquiétude, la vigilance pour l'avenir s'impose d'autant plus qu'il est difficile dans une union d'utiliser la dévaluation de la monnaie pour corriger un déséquilibre. En effet une modification de la parité de la monnaie commune exige une unanimité des chefs d'Etat alors même que les économies ne gagneraient pas uniformément à une telle décision. L'ampleur de l'appréciation réelle et son impact dépendront de l'évolution des capacités de production et de la productivité des facteurs. En effet, lorsque des dépenses publiques supplémentaires augmentent les capacités de production du secteur des biens non échangeables elles contribuent à freiner la hausse des prix, et lorsqu'elles améliorent la productivité du secteur des biens d'exportation ou de substitution à l'importation elles contribuent à compenser l'effet de l'appréciation réelle sur la compétitivité de l'économie. C'est pourquoi il est important que

l'Etat veille à maintenir un équilibre entre les dépenses publiques visant l'accroissement des capacités de production et l'amélioration de la productivité des facteurs (infrastructures de communication, formation des travailleurs, diffusion de nouvelles technologies par exemple) et celles affectées aux secteurs sociaux. Les dépenses courantes ou d'investissement dans l'éducation et la santé des enfants n'ont sur la productivité du travail qu'un effet à long terme ; à court terme l'augmentation des embauches dans ces secteurs tend à accroître le coût du travail qualifié.

De brusques modifications dans les dépenses risquant d'entraîner une instabilité du taux de change réel devraient aussi être évitées. Non anticipée par les agents économiques, l'instabilité du taux de change réel entraîne des ré-allocations de ressources entre secteurs, coûteuses et injustifiées à long terme ; même anticipée, elle peut conduire, en présence d'imperfections du marché du crédit, à des cessations d'activité, difficilement réversibles. Les conséquences défavorables de l'instabilité du taux de change réel sur le développement du commerce extérieur et de manière plus générale sur la croissance économique sont maintenant bien établies (Guillaumont *et alii* 1998, Bleaney et Greenaway 2001). La marge de manœuvre que donne aux autorités nationales l'emprunt interne peut leur permettre de compenser une diminution imprévue des ressources fiscales (due à un choc exogène) ou des flux d'aide étrangère et ainsi de régulariser les dépenses publiques (Heller 2005b). Encore faut-il que les gouvernements aient la prudence de conserver une capacité disponible d'emprunt.

Conclusion

L'atteinte des OMDs requiert la mobilisation de financements très importants dans les prochaines années, dont il n'est sans doute ni possible ni souhaitable qu'ils soient exclusivement extérieurs. La question se pose donc de la possibilité et de l'intérêt pour les pays en développement d'accroître leur endettement interne.

Cette question a été examinée dans le cadre de l'Union économique et monétaire ouest africaine. Pour quatre des huit pays de l'Union, le Bénin, le Burkina-Faso, le Mali et le Sénégal, le niveau actuel d'endettement est faible en raison des annulations de dettes externes dont ils ont bénéficié ; notre conclusion est qu'un accroissement de l'endettement public interne est possible et souhaitable, compte tenu notamment de la situation de sur liquidité du système bancaire dans l'Union.

Cependant, l'UEMOA illustre bien la complexité des problèmes posés par le partage des rôles entre les acteurs publics du développement (Union régionale, Etats nationaux, collectivités locales) et par l'équilibre souhaitable entre les secteurs productifs et les secteurs

sociaux. Elle semble montrer que les atouts qui résultent de l'appartenance à une union économique et monétaire l'emportent sur les difficultés qui en découlent.

Références

- Abdih Y. et C.G. Tsangarides (2006), "FEER for the CFA franc", *IMF Working paper* WP/06/236
- Bleaney M. et D. Greenaway (2001), "The impact of terms of trade and real exchange Rate Volatility on Investment and Growth in Sub-Saharan Africa", *Journal of Development Economics*, vol.65, n°2, p.491-500.
- Claessens S., (2005), "Access to Financial services A Review of the Issues and Public Policy Objectives", PRWP 3589, May.
- Cohen D., Jacquet P. et H. Reisen (2006), "Au-delà de la controverse prêts ou dons : comment utiliser la dette pour le développement ? ", *Revue d'économie du développement*, n°2-3, septembre, p.131-158.
- Collier P. et J.W. Gunning (1999) eds., *Trade shocks in Developing Countries*, Clarendon Press, Oxford.
- Guillaumont P.Guillaumont Jeanneney S. et F. Brun (1999), "How Instability Lowers African Growth ? ", *Journal of African Economies*, vol.8, n°1, March, p.87-107.
- Guillaumont Jeanneney S. (2006), "L'indépendance de la Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest : une réforme souhaitable ? ", *Revue d'économie du développement*, n°1, Mars, p.45-77.
- Gupta S., B. Clements, A. Pivovarsky et E. Tiongson, (2003), "Foreign Aid and Revenue Response: Does the Composition of Aid Matter?", *IMF Working Paper*, n° 03/176.
- Heller P. (2005a), "Understanding Fiscal Space", *IMF Discussion Paper* 05/4
- Heller P.S.(2005b), "Pity the Finance Minister. Issues in Managing a substantial scaling Up of Aid Flows", *World Economics*, vol.6, n° 4, p.69-110.
- FMI et Banque Mondiale, (2006), "Applying the Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries Post Debt Relief", November. Appendix 1 Domestic debt in LICs and Links to External Debt Distress.
- FMI, (2006), *IMF Country Reports* : Burkina-Faso (n°06/359, October) ; (Guinea-Bissau (n°06/312, August) ; Mali, (n°06/73, March) ; Sénégal (n°06/12, March et n°06/274, July)
- FMI, (2007), *IMF Country Reports* : Bénin (n°07/06, January) ; Niger (n°07/13, January).
- Rajan R.G. et A. Subramanian (2005b), "Aid and Growth: What Does the Cross-Country Evidence Really Show?", *IMF Working Paper* WP/05/127.
- Sachs J.D., J.W. McArthur, G. Schmidt-Traub, M. Kruk, C. Bahadur, M. Faye et G. McCord, (2004), "Ending Africa's Poverty Trap", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, 117-238.

Notes

¹ Huit objectifs ont été définis par la communauté internationale afin essentiellement d'éradiquer la faim et d'améliorer la santé des populations les plus vulnérables et l'éducation des enfants. Les objectifs sont les suivants : 1) faire disparaître l'extrême pauvreté et la faim ; 2) garantir à tous une éducation primaire ; 3) promouvoir l'égalité des sexes et l'autonomisation des femmes ; 4) réduire la mortalité des enfants ; 5) améliorer la santé maternelle ; 6) combattre le VIH/sida, le paludisme et autres maladies ; 7) assurer la durabilité des ressources environnementales ; 8) mettre en place un partenariat mondial pour le développement.

² Ce sont des bons du Trésor émis en 2006 par le Bénin, la Guinée-Bissau, le Sénégal et le Burkina-Faso pour des durées de 6 et 12 mois et des obligations émises par le Burkina-Faso en 2003, la Côte d'Ivoire en 2005 et 2006, le Sénégal en 2003 et 2005 et le Togo en 2006, pour des durées de 3 ou 5 ans.

³ De plus, la BCEAO, comme les autres banques centrales de la Zone franc, bénéficie de la part du Trésor public français d'une assurance quant à la valeur en DTS de ses dépôts en compte d'opérations. Ainsi la dépréciation de l'euro vis-à-vis du DTS a conduit le Trésor français sur la période 2000-2002 à verser une forte compensation aux banques centrales de la zone franc. Ces versements, comptabilisés dans l'aide au développement, se sont élevés à 450 millions d'euros pour les deux banques centrales (BCEAO et BEAC) (cf. *Memorandum de la France au CAD*). Certes cette rémunération est de nature conjoncturelle et ne devrait pas se reproduire dans un proche avenir. De plus, selon les nouveaux accords passés en 2006, le Trésor français ne garantit plus la valeur en DTS des avoirs au compte d'opérations que pour la part obligatoire des dépôts qui, de 65% des réserves extérieures de l'union, a été abaissée à 50%, et le taux d'intérêt supérieur au taux directeur de la BCE ne s'appliquera plus qu'aux dépôts obligatoires. Ainsi l'avantage tiré de l'accumulation de réserves par la BCEAO devrait diminuer à l'avenir. En compensation la France (par l'AFD) fournit une aide à la Commission de l'UEMOA.

⁴ Cette situation n'est cependant pas propre à l'UEMOA. C'est aussi le cas de nombreux pays principalement asiatiques (Summers, 2006). Les Pays de la Zone franc sont plutôt une exception en Afrique.

⁵ Source *Rapport annuel de la zone franc 2005*, Banque de France, Eurosysteme.

⁶ Le seigneurage collecté par la Banque centrale n'échoit pas directement aux différents Etats de l'Union. Ceux-ci n'en bénéficient qu'à travers la distribution d'une partie des bénéfices de la Banque centrale. L'affectation des bénéfices de la BCEAO relève du Conseil des Ministres de l'UMOA. Avant d'être répartis entre les Etats, une partie peut être mise en réserve ou servir à financer des projets communs ou des institutions financières régionales. La répartition du montant à verser aux Etats (art.67 des statuts de la BCEAO) est égalitaire entre les Etats, comme la répartition du capital, et ne correspond pas au seigneurage généré dans chaque Etat, en fonction de l'importance relative de sa monnaie fiduciaire et des réserves des banques qui sont la source du seigneurage. Le montant des bénéfices dus par la BCEAO à chaque Etat n'est pas connu précisément pour deux raisons. D'une part, le montant versé ne correspond pas au montant brut du bénéfice dû, mais à un montant net égal à la différence entre ce bénéfice et les engagements de l'Etat vis-à-vis de la BCEAO ; ceux-ci ont trois origines: i) les intérêts sur les avances de la BCEAO consolidées, ii) le traitement des agents de la BCEAO en détachement auprès des Ministères, iii) les fonds dus par l'Etat considéré à des institutions régionales et pré-financés par la BCEAO. D'autre part le versement de ce solde est considéré comme une opération de trésorerie et n'apparaît donc pas dans les budgets et n'est pas isolé explicitement dans les Lois de Finances rectificatives. Cette procédure de comptabilisation, n'est pas conforme à la règle d'universalité budgétaire, mais il semble que les sommes en jeu ne soient pas importantes.

⁷ Ajoutons que, selon l'article 12 du Traité constituant l'UMOA, la politique monétaire et de crédit de l'Union est définie par le Conseil des Ministres « afin d'assurer la sauvegarde de la monnaie commune et de pourvoir au financement de l'activité et du développement économique des Etats de l'Union ».

⁸ Comme la principale source de vulnérabilité de la balance des paiements des pays qui maintiennent un contrôle des changes sur les mouvements de capitaux (ce qui est le cas de l'UEMOA) trouve son origine dans la balance commerciale, il est habituel de comparer le montant des réserves aux importations.

⁹ D'après les données tirées d'une étude du FMI « Chile: Selected Issues » July 2004, en moyenne neuf mois d'importations.

¹⁰ En 2004 ce ratio s'élevait en moyenne à 30% en Asie et 50% en Amérique Latine (cf. note 7).

¹¹ En 1994 les Etats de l'UMOA ont décidé de compléter le traité d'union monétaire (modifié en 1973) par un traité d'Union économique et monétaire.

¹² Notons que dans un cadre différent, celui de l'Union Européenne, des réflexions ont été menées en vue de modifier le Pacte de stabilité et de croissance ; on a suggéré d'exclure du calcul du solde budgétaire minimum à respecter (-3% du PIB) certaines dépenses d'investissement, jugeant qu'en raison des revenus futurs de l'investissement son coût doit être réparti dans le temps (cf. Rapport du Conseil d'Analyse Economique, *Réformer le Pacte de Stabilité et de Croissance*, La Documentation Française, 2004. Le pacte a été effectivement

modifié en mars 2005 en vue de donner plus de souplesse à son application : prise en compte plus large des situations de basse conjoncture, du coût de l'implantation de réformes structurelles, comme la réforme des retraites susceptibles d'accélérer la croissance, ou de tous autres facteurs qui paraîtraient pertinents, tels que les dépenses de recherche et innovation ou de solidarité européenne.

¹³ New Economic Partnership for African Development. Initiative lancée par cinq Chefs d'Etat africains (Afrique du Sud, Algérie, Egypte, Nigeria, Sénégal), qui ont reçu un mandat de l'Organisation de l'Unité Africaine (OUA) afin de promouvoir un cadre socio-économique intégré de développement pour l'Afrique. Cette initiative cherche à fonder le « développement de l'Afrique sur ses ressources propres et les richesses de ses peuples », en favorisant la coopération entre pays africains (cf. <http://www.nepad.org/2005/fr/home.php>).

¹⁴ soit pour le Niger : 4,3% puis 5% ; pour le Sénégal : 5,2%, pour le Bénin : 5,3% puis 5,5% ; pour le Mali : 5,6% puis 6%.

¹⁵ FMI et Banque mondiale, 2006, *Applying the Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries Post Debt Relief*, 6 novembre. Appendix 1 Domestic debt in LICs and Links to External Debt Distress.

¹⁶ FMI, 2006, IMF *Country Report* n°06/12 : Senegal, mars 2006, p. 28.

¹⁷ FMI, 2006, IMF *Country Report* n°06/73 : Mali, mars 2006, p.2.

¹⁸ Pour un endettement ayant une échéance moyenne de 5 ans et portant un intérêt de 6%, la décote du stock de dette mesuré en VAN est de 16%.

¹⁹ Le diagnostic de soutenabilité propose en outre (sauf pour le Burkina-Faso) une analyse de la sensibilité de la trajectoire des indicateurs à des chocs (baisse de la croissance du produit ou des exportations, dépréciation du taux de change, hausse du coût de l'emprunt, etc.). Ces tests de sensibilité indiquent que le Niger et le Mali restent vulnérables à des chocs exogènes (hausse des taux d'intérêt et baisse des exportations) alors que la vulnérabilité du Sénégal et du Bénin semble plus modérée. Il est possible aussi que contrairement à ce qui est prévu, le Niger ne soit pas capable d'augmenter sa pression fiscale et le Mali de réduire ses dépenses. La dynamique prévisionnelle du stock de dette au Burkina-Faso suggère également une vulnérabilité assez forte de ce pays, en particulier à une évolution défavorable des exportations, puisque la VAN du stock de la dette représenterait près de 150% des exportations dès 2010.

²⁰ Pour une revue des études évaluant la complémentarité entre investissements publics et privés, Gupta *et alii*; 2005 ; Sachs *et alii* 2004.

²¹ Cf. Claessens S., 2005, « Access to Financial services A Review of the Issues and Public Policy Objectives » PRWP 3589, May.

²² Les analyses du syndrome hollandais sont foison (voir notamment Collier et Gunning 1999).

²³ Il existe deux expressions du taux de change réel: l'une, particulièrement utilisée par la littérature sur les pays en développement qui est le prix relatif des biens échangeables internationalement et non échangeables dans le pays considéré, l'autre qui est le prix relatif des biens dans le pays considéré et à l'étranger, une fois les prix exprimés dans la même monnaie (par conversion par le taux de change) ; une hausse du prix relatif des biens non échangeables ou du prix relatif des biens dans le pays correspond à une appréciation réelle de la monnaie nationale et entraîne, pour un niveau donné de la productivité, une détérioration de la compétitivité du pays considéré.

²⁴ La situation de la Guinée-Bissau n'est pas comparable à celle des autres pays de l'UEMOA puisqu'elle n'a rejoint l'union qu'en 1997.

²⁵ Le taux de change effectif réel est celui fourni par la banque de données du FMI ; il est calculé comme les indices du CERDI en utilisant les indices de prix à la consommation. Mais la pondération des partenaires limités au nombre de cinq se réfère de façon classique à l'origine des importations et à la destination des exportations. Les variables relatives à l'ensemble de l'UEMOA sont une moyenne des variables propres à chaque pays de l'union pondérée par l'importance de leur PIB. Le taux de change effectif réel est en 2005 inférieur de 11% à son niveau pré dévaluation, ce qui reflète le poids du PIB ivoirien dans le calcul du taux de change moyen de l'UEMOA.

²⁶ Les auteurs ont également introduit dans les variables explicatives le rapport des investissements directs étrangers au PIB considéré comme une approximation du degré de contrôle des mouvements de capitaux, mais le coefficient de cette variable ne s'est pas révélé significatif.

²⁷ Ils utilisent à cet effet deux filtres, celui de Hodrick-Prescott et celui de Gonzalo-Granger qui donnent des résultats similaires.