

## Afrique du Sud et Nigéria\*

# CES DEUX MOTEURS AFRICAINS VONT-ILS S'ENRAYER AVEC LA CRISE ?



**GILLES DUFRENOT**  
Professeur  
de sciences  
économiques,  
Université  
d'Aix-Marseille



**EL HADJI  
ABDOU  
SAKHO**  
Commissaire  
chargé des  
politiques  
économiques,  
UEMOA

Quel est l'impact de la crise financière internationale sur les économies d'Afrique du Sud et du Nigéria ? La santé économique et financière de ces deux pays influence celle des pays de leur sous-région : le Nigéria en Afrique de l'Ouest et Centrale, l'Afrique du Sud en Afrique Australe.

La crise des crédits *subprime* a eu plusieurs conséquences : une baisse des cours des indices boursiers, une hausse des taux d'intérêt interbancaires, des sorties de capitaux, ainsi qu'une dépréciation des taux de change. Cette crise a déclenché un phénomène de contagion en direction des marchés financiers domestiques. Mais l'impact a été plus atténué en Afrique du Sud par rapport au Nigéria en raison de la politique de contrôle des changes. En effet, au Nigéria, les conséquences de la crise ont été accentuées par la forte mobilité des capitaux et l'éclatement d'une bulle sur le marché boursier domestique.

### IMPACT DE LA CRISE EN AFRIQUE DU SUD

Les investisseurs étrangers ont commencé à vendre leurs actifs libellés en monnaie nationale dès le mois de janvier 2008, ce qui a provoqué une légère dépréciation du rand (graphiques 1 et 2). Les raisons de ce comportement sont liées, en partie, à la crise des crédits *subprime*. En effet, une série d'annonces aux États-Unis durant le mois de janvier a influencé leurs com-

portements de portefeuille. Plusieurs institutions financières américaines avaient révélé des pertes importantes (Meryl Lynch, Sears Holdings, Citi Group) et les indicateurs économiques avaient confirmé que l'économie américaine entrerait en récession : le département du Travail a annoncé, le 19 janvier, une hausse de 13,2 % du taux de chômage et la Réserve fédérale américaine a abaissé de 75 points de base le taux des fonds fédéraux, soit une baisse de près de 18 %.

En outre, l'enquête Beige Book des Banques centrales parue le 16 janvier confirmait les prévisions de récession. Ces événements ont conduit les investisseurs à restructurer leurs portefeuilles d'actifs aux États-Unis en se tournant vers des placements plus liquides. Ces comportements se sont étendus, par effet de contagion, aux marchés émergents dont ceux d'Afrique du Sud, alors même que les banques sud-africaines ont été peu affectées par la crise (seule la Banque Investec a annoncé des pertes liées à la détention d'actifs adossés à des crédits hypothécaires américains). La faible exposition du secteur bancaire aux produits dérivés américains ne justifiait donc pas le mouvement de repli de la part des

investisseurs étrangers. On peut donc parler d'une réaction "irrationnelle" liée à des comportements mimétiques, comme ce fut le cas au cours des crises financières qui avaient secoué les pays d'Asie du Sud-Est durant les années 1990.

Entre le 16 et le 31 janvier 2008, les ventes d'actifs sud-africains se sont élevées à 13,5 milliards de rand, dont 7,4 milliards entre le 25 et le 28 janvier<sup>1</sup>. Les sorties de capitaux ont provoqué une dépréciation du Rand par rapport au dollar (graphique 1). Le tarissement des investissements de portefeuille, qui s'est prolongé jusqu'à la fin de l'année, a accru la vulnérabilité des comptes extérieurs du pays dans la mesure où, depuis 2003, les déficits courants sont financés par des entrées importantes de capitaux.

### Pas de crise de liquidité pour les banques

À partir du mois de juin, les effets de la crise internationale s'étendent aux marchés des actions. Entre juin et octobre 2008, l'indice de Johannesburg JSE baisse de 40 % après

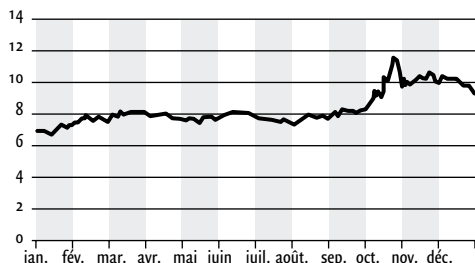
\* Les auteurs ont choisi d'étudier ces deux pays car, dans la littérature, de nombreux textes traitent des conséquences de la crise actuelle en Afrique en général sans s'attarder spécifiquement sur ces moteurs économiques du continent.

1. Voir sur ce point l'analyse de Piet van Schaik, *Moneyweb Newsletters*, 9 mai 2008, South Africa.

## Afrique du Sud

### 1. Taux de change journalier du Rand par rapport au Dollar US

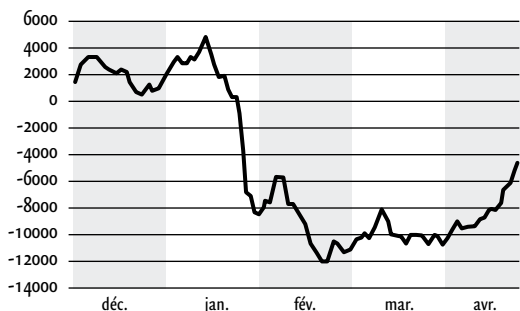
Année 2008



Source des données : Réserve sud-africaine.

### 2. Cumul des achats nets d'actions par les investisseurs étrangers

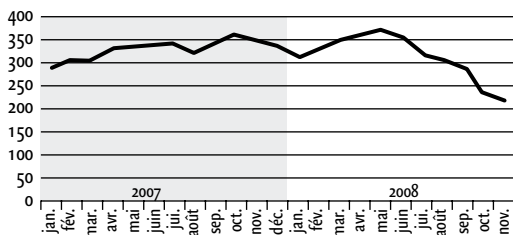
30 novembre 2007 au 21 avril 2008 (millions de Rand)



Source : Piet van Schaik, Moneyweb Newsletters, 9 mai 2008, South Africa.

### 3. Indice boursier JSE (Johannesburg Stock Exchange)

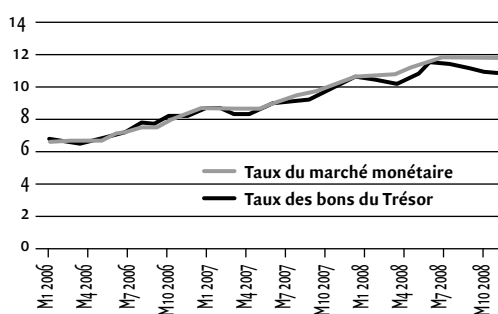
Indice mensuel 2007-2008



Source : Banque centrale d'Afrique du Sud.

### 4. Taux du marché monétaire et taux des bons du Trésor

Afrique du sud-Données mensuelles (2006-2008)



Source : Statistiques financières internationales (FMI).

avoir connu des hausses record en 2007 et au premier semestre 2008 (graphique 3). En outre, la volatilité de l'indice augmente, reflétant l'accroissement de l'incertitude sur le marché des actions (comportement d'habitat préféré). Le rand a continué à se déprécier par rapport au dollar, perdant 35 % de sa parité entre la mi-septembre et la mi-octobre (graphique 1). Par contre, le système bancaire n'a pas subi de crise de liquidité pour plusieurs raisons :

- les fonds étrangers ne représentent que 5 % du capital des banques sud-africaines ;

- le modèle de crédit demeure assez classique (les banques prêtent à partir de leurs dépôts sans transfert du risque de crédit) ;

- la majorité des banques sud-africaines reste surliquide, ce qui explique qu'aucune tension sur le taux interbancaire n'ait été observée - l'écart entre le taux du marché monétaire et le taux des bons du trésor à 3 mois est resté faible (graphique 4).

Par ailleurs, en raison de la mobilité imparfaite des capitaux due au contrôle des changes, les taux d'intérêt interbancaires de l'Afrique du Sud évoluent indépendamment de ceux des pays européens et américains. Les hausses des taux du Libor, de l'Euribor ou du taux interbancaire américain n'ont donc pas influencé l'évolution du Sabor<sup>2</sup>.

### Le risque de la dépréciation du rand

Plusieurs indices amènent à penser que les capitaux étrangers pourraient refluer vers l'Afrique du Sud au cours de l'année 2009. Le pays fait face à une inflation chronique due à un choc d'offre (hausse des prix du baril de pétrole ayant entraîné une hausse des coûts de production). L'impact de la récession mondiale sur les prix des matières premières, des biens d'équipement et de consommation devrait cependant permettre au pays d'importer de la désinflation du reste du monde. Ce qui évitera à la Banque centrale de trop augmenter ses taux d'intérêt pour compenser les moins-values dues aux différentiels d'infla-

tion positifs avec les pays industrialisés (et donc aux investisseurs d'anticiper un ralentissement de l'économie dû à une politique monétaire jugée trop restrictive). Mais cela nécessitera que la Réserve sud-africaine ne laisse pas le rand trop se déprécier, ce qu'elle pourrait être tentée de faire pour réduire le déficit annoncé de sa balance courante (depuis 5 ans, le solde extérieur courant hors dons est en progression croissante, passant de -0,5 % du PIB en 2003 à -7,1 % en 2009 selon les prévisions du FMI). En outre, le gouvernement dispose d'un espace budgétaire pour mettre en œuvre une éventuelle politique de relance en raison de son faible taux d'endettement public (la dette exté-

“ La faible exposition du secteur bancaire sud-africain aux produits dérivés américains ne justifiait pas le mouvement de repli de la part des investisseurs étrangers. ”

rieure envers les créanciers publics s'élève à 1,7 % du PIB en 2008). Les investisseurs internationaux pourraient préférer le financement d'une économie où l'endettement ne pose pas de problème de "soutenabilité" à moyen terme, plutôt que prêter à des États déjà très endettés et dont le risque financier augmente (cas d'un certain nombre de pays d'Europe, des États-Unis et des économies émergentes d'Amérique latine). Ils pourraient, en outre, ne pas courir le risque d'un éclatement d'une nouvelle bulle qui se profile actuellement sur les marchés obligataires des pays développés. De ce point de vue, les marchés obligataires sud-africains apparaissent plus sûrs. Mais cette stratégie ne pourra fonctionner que si les autorités du pays augmentent la proportion des émissions obligataires libellées en monnaie étrangère (en euros notamment).

2. South Africa Interbank Offered Rate.

## IMPACT DE LA CRISE AU NIGÉRIA

Par rapport à l'Afrique du Sud, le secteur financier du Nigéria a ressenti de façon plus prononcée les effets de la crise des crédits *subprime* pour deux raisons. En premier lieu, les sorties de capitaux consécutives à la crise financière internationale ont été plus importantes parce que celle-ci s'est "superposée" à l'éclatement d'une bulle sur le marché boursier nigérian. En second lieu, les banques nigérianes ont des engagements auprès des banques étrangères : en disposant de lignes de crédit *offshore*, en étant engagées dans des opérations de *joint ventures* financiers ou en gérant avec elles une partie des réserves de la Banque centrale.

### Une bulle boursière depuis 2007

Au moment où les États-Unis et l'Europe subissaient les effets négatifs de la crise, le Nigéria vivait déjà une tempête financière liée à l'éclatement d'une bulle sur son marché boursier. Celle-ci a eu comme origine la très forte hausse des rendements des titres d'entreprises entre 2005 et 2007 suite à la décision de la Banque centrale du Nigéria (BCN) de restructurer le secteur bancaire à partir de 2004. En effet, depuis la réforme, tout établissement bancaire doit avoir un capital minimum de 188 millions de dollars, au lieu de 15 millions auparavant.

Pour trouver ce capital, les banques ont émis des actions et elles ont encouragé leur détention par des investisseurs en créant des prêts spécifiques destinés à l'achat d'actifs boursiers (*share purchase loans*). Grâce à des fusions, de nombreux établissements firent baisser leurs coûts d'exploitation, créèrent des économies d'échelle, ce qui provoqua une augmentation de leurs marges bénéficiaires. Leurs titres ont pris de la valeur et ont attiré un nombre de plus en plus important d'investisseurs intéressés par la réalisation de gains substantiels à court terme.

La restructuration du secteur bancaire coïncidant avec la réforme du système de retraite – création de fonds de pension s'occupant spécifiquement de capitaliser les revenus destinés au

financement des retraites –, les *share purchase loans* ont également attiré le grand public. La très forte demande de prêts bancaires, destinés au départ à l'achat d'actions des établissements bancaires cotés en bourse, incita les entreprises d'autres secteurs d'activité, eux aussi en restructuration, à augmenter leur capital en émettant des titres en bourse.

Ainsi, le crédit bancaire a alimenté une bulle boursière pendant trois ans, entre 2005 et 2007. La valeur de l'indice NSE (Nigerian Stock Exchange) a progressé de 38,5 % entre 2005 et 2006 et de 74 % entre 2006 et 2007 (graphique 5). Les banques nigérianes ont pu emprunter l'argent qu'elles prêtaient grâce aux lignes de crédit *offshore* qu'elles détenaient auprès de banques étrangères.

Cependant, à partir d'avril 2008, la bulle a éclaté et les cours des titres ont fortement baissé. Sur toute l'année écoulée, la capitalisation boursière a diminué de 45 % et l'indice NSE a perdu 52 % de sa valeur. L'éclatement de la bulle boursière nigérianne a entraîné une crise d'illiquidité sur le marché interbancaire, les banques anticipant un accroissement des défauts de remboursement des crédits *share purchase loans*. Dans le même temps, les banques étrangères ont réduit ou supprimé les lignes de crédits *offshore*. Par conséquent, l'écart entre le taux de base bancaire et le taux des bons du Trésor est resté positif, augmentant à partir du second trimestre 2008 (graphique 6). Parallèlement, la BCN a dû abaisser son taux directeur, réduire le coefficient de réserves obligatoires des banques et rendre de nouveaux titres éligibles pour prêter de l'argent aux banques à 90, 180 et 360 jours. Dans ce contexte, les investisseurs étrangers ont subi, en plus, les effets négatifs de la crise américaine sur leur portefeuille de titres (des investisseurs sont représentés par des fonds spéculatifs européens, sud-africains et la diaspora nigérianne). La coïncidence de deux crises financières, l'une internationale et l'autre nationale, a entraîné des sorties massives de capitaux qui avaient été investis dans des actions ou des obligations (la part des obligations de l'État fédéral détenue par des investisseurs étrangers est passée de

10 % à 1 %, soit une baisse de 90 %<sup>3</sup>). Ces retraits ont entraîné une chute du ratio de rentabilité (*price-earning ratio*) de nombreuses entreprises cotées en bourse : de grandes banques comme Oceanic Bank, Access Bank et Unity Bank ont enregistré une baisse de 56 % de ce ratio en 2008.

### Des attaques monétaires

La crise mondiale a eu des conséquences encore plus spectaculaires sur le marché des changes, les attaques spéculatives sur le Naira s'étant même accentuées depuis le mois de janvier 2009. Les ventes de dollars avaient connu un premier pic au dernier trimestre 2008 (1,3 milliard de dollars en septembre, 3,4 milliards en octobre, 3,1 milliards en novembre, selon la Banque centrale du Nigéria) faisant augmenter le taux de change de 117 nairas pour un dollar en novembre à 135 nairas pour un dollar en décembre (soit une dépréciation de 15 %). Depuis, la monnaie n'a cessé de se déprécier, le taux de change s'établissant à 150 nairas pour un dollar à la mi-janvier 2009, soit une nouvelle dépréciation de 11 % depuis le mois de décembre.

Les attaques sur la monnaie nigérianne sont les conséquences directes de la crise internationale.

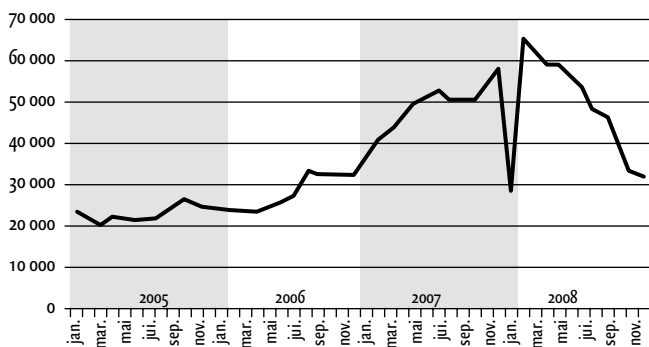
En premier lieu, la croissance du pays est tirée par le secteur pétrolier et le cours du baril de pétrole est un élément déterminant des fondamentaux économiques du pays. En effet, les exportations de pétrole représentent 90 % du total des exportations, la contribution du secteur pétrolier au PIB est de 47 % et les recettes pétrolières représentent 4/5 des recettes budgétaires. La récession mondiale consécutive à la crise financière a entraîné un fléchissement du cours du pétrole ayant fortement diminué depuis le pic 147,27 dollars le baril au mois de juillet 2008. En décembre, le cours est passé à 34 dollars le baril. Dès l'été, les investisseurs ont anticipé une dégradation des indicateurs macroéconomiques, notamment une

3. Chiffre rapporté par le représentant du bureau de gestion de la dette lors d'une table ronde organisée en octobre 2008 à Lagos par l'Institut nigérian des affaires internationales sur la crise financière globale et le Nigéria.

## Nigéria

## 5. Evolution de l'indice boursier NSE (Nigerian Stock Exchange)

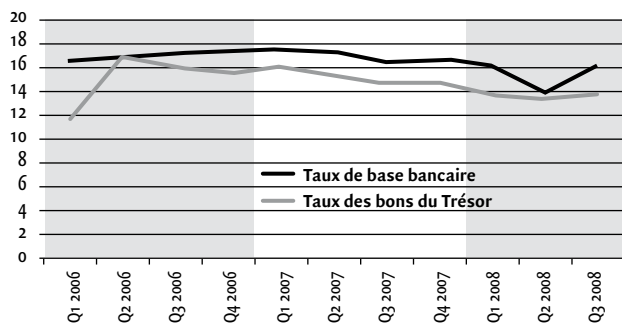
Données mensuelles (2005-2008)



Source des données : Banque Centrale du Nigéria.

## 6. Ecart entre le taux de base bancaire et le taux des bons du Trésor

Nigéria Données trimestrielles (2006-2008)



Source : Statistiques Financières Internationales (FMI).

augmentation des déficits budgétaire et de la balance commerciale (selon le FMI, le solde extérieur courant, dons compris, passerait de 6,2 % du PIB en 2008 à 0,6 % en 2009)<sup>4</sup>. Les marchés ont donc anticipé une dépréciation de la monnaie, ce que ne démentent pas les autorités monétaires qui entrevoient là un moyen de rééquilibrer les comptes extérieurs. Ces anticipations de dépréciation ont motivé les sorties de capitaux.

En second lieu, la crise des crédits *subprime* a vraisemblablement atteint le niveau des réserves du pays. En effet, jusqu'en 2006, tous les avoirs en devises de la BCN étaient détenus sous forme de dépôts auprès des banques étrangères. Au mois d'octobre 2006, la BCN a décidé de confier la gestion de 18,4 % de ces réserves

à 14 banques nigérianes travaillant chacune en partenariat avec un gestionnaire de fonds étranger pour leur permettre d'acquérir les meilleures pratiques internationales en matière de gestion financière. Parmi les partenaires étrangers, on trouve Fortis, BNP Paribas, ABN Amro – et donc compte tenu des prises de participations de ces banques au sein d'autres établissements bancaires depuis octobre 2007, Banco Santander of Spain et Royal Bank of Scotland –, JP Morgan Chase, HSBC, Morgan Stanley et Credit Suisse. Comme on le sait, la quasi-intégralité de ces banques d'investissement a subi des pertes lourdes suite à l'exposition de leurs bilans aux actifs adossés aux crédits hypothécaires américains. Certaines ont fait faillite. Il est donc vraisemblable que les banques nigérianes ont, elles aussi, subi des pertes liées à des investissements dans des actifs "toxiques". Mais le mutisme des autorités monétaires sur cet aspect ainsi que sur l'absence

d'informations sur la structure du portefeuille de réserves (portion détenue sous la forme d'obligations, de bons du Trésor, d'obligations garanties, de dépôts rapportant un taux d'intérêt fixe) alimentent les spéculations sur le niveau réel des réserves de changes. Cette incertitude a conduit les investisseurs à précipiter les rapatriements de capitaux (en novembre et décembre 2008, 14 milliards de dollars sont sortis du pays).

Enfin, la crise des crédits *subprime* devrait avoir un impact sur l'activité réelle en raison des joint ventures financiers que les banques nigérianes ont constitué avec les banques étrangères pour financer des projets importants dans des secteurs tels que les télécommunications, le pétrole, le gaz, les infrastructures routières et aériennes, l'électricité. En raison de la crise, certains projets risquent d'être remis en cause, ce qui aura un impact sur l'économie réelle.

## Victime des effets de contagion

La crise actuelle a eu un impact plus important au Nigéria qu'en Afrique du Sud parce que ses effets ont été amplifiés par les conséquences d'une crise financière nationale qui existait déjà. Cette superposition de deux crises a amplifié le sentiment d'incertitude des marchés, notamment celui des changes, le naira subissant des attaques spéculatives, ce qui n'a pas été le cas du rand. Une autre différence entre les deux pays vient du degré de mobilité des capitaux, plus important au Nigéria. En période de crise, ce pays subit les effets pervers habituels d'une économie émergente ayant libéralisé ses marchés de capitaux : attaques spéculatives de la monnaie et volatilité accrue des cours boursiers. Dans ce type d'économie, les effets de contagion sont d'une plus grande ampleur. Dans le cas du Nigéria, ces effets ont amplifiés par les anticipations de dégradation des fondamentaux économiques, suite notamment à la baisse du cours des matières premières. ■

4. Voir Fonds monétaire international, "Perspectives économiques régionales, Afrique sub-saharienne", octobre 2008, Washington DC.

## ■ LES ÉCONOMIES ÉMERGENTES D'AFRIQUE

Sont considérés comme émergents, les pays ayant des caractéristiques similaires à celles des pays d'Asie du Sud Est du début des années 1980 et qui ont été à l'origine de leur essor économique et financier :

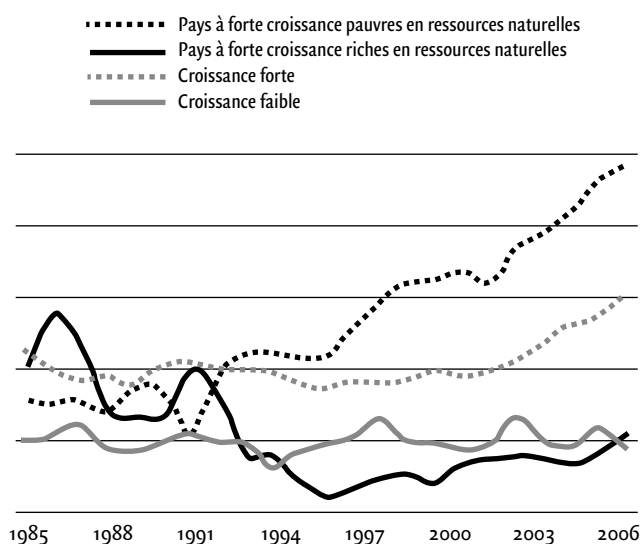
- des taux de croissance durablement élevés au cours des dix dernières années (au moins 6%), la notion de durabilité impliquant une évolution tendancielle haussière du PIB réel sur une longue période et reflétant donc la capacité des économies à absorber les effets négatifs des chocs exogènes ;
- des marchés financiers plus développés que sur le reste du continent (en termes de liquidité, de capitalisation, de sophistication des instruments utilisés, de profondeur monétaire) jouant un rôle important dans le financement de l'économie ;
- d'importants flux de capitaux privés dans le financement de l'économie, qu'il s'agisse d'investissement de portefeuille ou d'investissement directs étrangers.

Au regard de ces critères, 10 pays sont classés comme économies émergentes aujourd'hui en Afrique : l'Afrique du Sud, le Botswana, le Ghana, le Kenya, l'Île Maurice, le Mozambique, le Nigéria, l'Ouganda, la Tanzanie et la Zambie. Ils représentent plus de 40 % de la population et plus de la moitié du PIB du continent. Chacun d'eux étant un poids lourd économique dans la sous-région à laquelle il appartient, un impact négatif de la crise financière sur leur économie risque d'affecter les pays satellites : le Ghana et le Nigéria en Afrique de l'Ouest et en Centrale, le Kenya, l'Ouganda et la Tanzanie en Afrique de l'Est, l'Afrique du Sud et le Botswana en Afrique Australe. Ce groupe de pays parvient, mieux que les autres groupes, à mobiliser l'épargne et à répartir les capitaux. En outre, on observe une corrélation entre la profondeur des secteurs financiers et la progression des PIB par tête. La conséquence est qu'ils obtiennent de meilleurs taux d'investissement privé que dans les pays à croissance faible ou moyenne (voir les graphiques).

Bien que leurs systèmes bancaires et leurs marchés financiers soient protégés des marchés internationaux par des législations limitant la mobilité des capitaux et restreignant l'accès des capitaux étrangers dans le capital des banques, les pays émergents d'Afrique peuvent, en période de crise financière, subir les effets négatifs des comportements mimétiques des fonds spéculatifs internationaux (effet de contagion). Même si les fondamentaux d'une économie émergente sont bons, les investisseurs ont un comportement d'habitat préféré en fuyant les actifs libellés en monnaie nationale. Cette "fuite" devant les actifs domestiques concerne tant les actions que les obligations. La crise internationale des crédits surprime a donc entraîné

une baisse des indices boursiers et l'accroissement de leur volatilité, une hausse des *spreads* de certains taux interbancaires, une intervention des banques centrales pour éviter une crise d'illiquidité et souvent une attaque des monnaies dans les pays à taux de change flexible.

### Crédit au secteur privé (en % du PIB)



### Investissement (en % du PIB)

