Gouvernance, éthique du policy maker et dynamiques macroéconomiques en régime de Currency Board : le cas de Djibouti

Ismeal Mahamoud, Houmed Mohamed, Jean-François Ponsot

▶ **To cite this version:**

Ismeal Mahamoud, Houmed Mohamed, Jean-François Ponsot. Gouvernance, éthique du policy maker et dynamiques macroéconomiques en régime de Currency Board : le cas de Djibouti. XXXèmes Journées de l'Association Tiers-Mondes "Éthique, entrepreneuriat et développement", Association Tiers-Mondes; Université Cadi Ayyad, May 2014, Marrakech, Maroc. 12 p. halshs-01284797

HAL Id: halshs-01284797
https://shs.hal.science/halshs-01284797

Submitted on 8 Mar 2016

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Gouvernance, éthique du *policy maker* et dynamiques macroéconomiques en régime de *Currency Board* : le cas de Djibouti

Ismael MAHAMOUD
Maitre de conférences, Université de Djibouti
ismael_mahamoud@univ.edu.dj

Houmed MOHAMED
Doctorant, CREG, Université de Grenoble
mohamed_houmed@hotmail.fr

Jean-François PONSOT
Maître de conférences, CREG, Université de Grenoble
jfponsot@yahoo.fr

Résumé
Cette communication s'intéresse au régime monétaire djiboutien fondé sur le *currency board*. Nous soulignons les conditions de son émergence et sa stabilité après l'indépendance. Ce système a certes l'avantage de s'appuyer sur une règle monétaire limitant les dérives en matière de politique économique. Il instaure une dynamique de développement fondée non pas sur le pouvoir discrétionnaire, mais sur le respect des règles de convertibilité et de couverture par des réserves de change. L'ancrage des anticipations n'a plus à être confronté à l'éthique du *policy maker* et au respect des critères de bonne gouvernance. Toutefois, les risques d'un décrochage avec la monnaie de référence qu'est le dollar existent compte tenu d'un endettement extérieur excessif et du déficit structurel du budget et du compte courant. S'ajoute à cela la faiblesse de la gouvernance en matière de gestion des affaires publiques. Les simulations effectuées de la soutenabilité de la dette extérieure indique que les risques sont importants.

Mots clés : *Currency Board,* gouvernance, liquidité, crédibilité, offre de monnaie.
JEL : C01, E 41, E 5, F32, O17.

Abstract

This communication focuses on the Djibouti monetary system based on the currency board. We highlight the conditions of its emergence, and stability after independence. This system certainly has the advantage of relying on a monetary rule limiting drifts economic policy. It establishes a dynamic development based not on the discretion, but the rules of convertibility and coverage of foreign exchange reserves. The anchoring of expectations does not have to be confronted with the ethics of policy maker and respect for good governance criteria. However, the risk of a stall with the reference currency -i.e. the US dollar- exist given excessive external debt and structural budget deficit and the current account. Add to that the weak governance in the management of public affairs. Simulations of the sustainability of external debt indicate that risks are important.

Keywords: Currency Board, governance, liquidity, credibility, money supply.
JEL: C01, E41, E5, F32, O17.

Introduction

A partir de 2000, on assiste à une multiplication des crises économique, environnementale et politique ayant des origines diverses. Plus précisément, la récurrence des crises bancaires et financières et la récente crise de *subprimes* atteste la complexité et vulnérabilité, du système financier et bancaire classique. En effet, cette crise est à imputer à l'application de néolibéralisme dont l'épicentre est l'école de Chicago (Théret, 2013, p.12). Cette grille de lecture semble réductrice pour cerner le mobile de ces crises. Ces problèmes sociétaux interpellent toutes les composantes de la société afin de trouver une sortie honorable. Cela suppose un changement des valeurs pour refonder le système sur une base saine. Pour parvenir à un équilibre stable, le salut de nos sociétés nécessite l'abondant d'un système des valeurs guidé par la maximisation du profit. En effet, les défaillances observées à tous les niveaux résultent d'un déficit éthique et moral (Hamaza et Guermazi-Bouassida, 2013, p.162). L'éthique se réfère à une partie de la philosophie qui étudie les fondements de la morale, ensemble de règles de conduite (Roux, 2013, p.106). Pour surmonter et remédier à cette crise de confiance, il convient d'introduire l'éthique dans la gouvernance des institutions publiques et privées. L'inclusion de l'éthique dans la gestion des institutions monétaire et financière n'entre pas en contradiction avec les mécanismes du marché basés sur l'accumulation du profit. Introduire l'éthique pourrait constituer un outil efficace dans le but d'assurer la pérennité des institutions. En ce sens, la crise dans la zone est le produit d'un déficit institutionnel, car le pouvoir monétaire est soumis à un pilotage automatique sans ancrage aux valeurs de la communauté (Théret, 2013, p.106).

Ancienne colonie française, Djibouti a entamé une transition monétaire au profit du *Currency Board*. Cette Caisse d'émission qui est le produit de la colonisation est toujours d'actualité, et ce, malgré la crise économique qu'a connue le pays dans les années 90. Le modèle Djiboutien contraste avec les *Currency Boards* coloniaux et contemporains par sa pérennité. Le *Currency Board* ou (Caisse d'émission) possède le trait d'une institution monétaire régie par des règles préétablies: l'émission monétaire est assurée en contrepartie d'un dépôt en devises internationales et le taux de change est fixé d'une façon officielle.
Le choix de ce régime de change n'est pas anodin pour cette cité-État. Cette introduction a constitué une rupture radicale et influence la trajectoire de développement du pays.

Cette communication vise à comprendre l'importance du *Currency Board* dans le processus de développement et sur les dynamiques macroéconomiques. Cette problématique nous amène à subdiviser cette contribution en trois parties. D'abord, nous examinons les caractéristiques des *Currency Board* dans son ensemble, en procédant à une classification sous un angle théoriques et historique. Ensuite, dans la partie 2, nous présentons les caractéristiques du *Currency Board* de Djibouti ainsi que sa spécificité à travers la spécialisation et la logique d'intégration économique en œuvre. Enfin, pour compléter l'exposé nous faisons une évaluation de la soutenabilité de la dette extérieure à partir de 2 scenarios et soulignant le risque de décrochage de la monnaie djiboutienne par rapport à sa monnaie de référence (dollars US).

I. Le *Currency Board* : l'abolition *du Central Banking*

Des origines anciennes

Les premiers *currency boards* ont été mis en place pour l'essentiel dans des possessions coloniales britanniques, à partir de la seconde moitié du XIXème siècle (Clauson, 1944 ; Shannon, 1951, 1952). L'Empire colonial britannique en comptabilisera plus de soixante-dix. Les *boards* nouvellement créés sont chargés d'émettre des monnaies locales entièrement couvertes par des réserves de change - dans la majorité des cas des livres sterling -, et éventuellement par des réserves de métaux précieux. Initialement, les *currency boards* constituent une réponse aux troubles occasionnés par l'hétérogénéité et l'inconvertibilité des monnaies métalliques en circulation, et permettent à la Grande-Bretagne de se libérer des contraintes et des coûts engendrés par l'utilisation éventuelle de sa monnaie dans des territoires très éloignés de la métropole : coûts liés au transfert des billets, aux risques de destructions ou de pertes, etc. La mise en place des *currency boards* peut s'interpréter comme étant un élément majeur de l'intégration des possessions coloniales à la métropole par le biais monétaire (Byé & Destanne de Bernis, 1987, pp.510 et 564).

Néanmoins, elle ne répond pas uniquement à des considérations d'ordre pratique ou de politique coloniale. On peut trouver une justification théorique du procédé à partir des intenses controverses qui ont animé le dix-neuvième en matière de théorie monétaire en régime d'étalon-or. L'organisation monétaire des territoires coloniaux intervient, en effet, suite au *Bank Charter Act* de 1844 (*Acte de Peel*), qui instaure une réforme de la Banque d'Angleterre sur la base des préceptes de la *Currency School* : toute émission de billets par le premier département de la Banque d'Angleterre (*issuing department*) doit correspondre à un accroissement de l'encaisse-or de même montant. Ce principe de régulation de l'émission monétaire, largement influencé par les thèses de Ricardo, s'applique aux *boards*, à ceci près que la livre sterling se substitue aux métaux précieux en tant qu'avoirs de réserve. Toute variation de la quantité de monnaie dépend, en définitive, d'une variation de ces avoirs de réserve, c'est à dire qu'elle correspond à un mouvement d'entrée ou de sortie de livres sterling (et/ou de métaux précieux) du territoire colonial. Ce cadre théorique repose sur l'acceptation implicite du mécanisme d'ajustement automatique de la balance des paiements décrit par D. Hume en 1752[1].

Le développement des *currency boards* atteint son apogée à la fin de la seconde guerre mondiale. Mais avec le mouvement de décolonisation qui s'engage, leur existence est compromise. Deux facteurs contribuent à substituer des banques centrales aux *currency boards* : la volonté des nouveaux Etats indépendants de se dégager de la tutelle de l'ancienne métropole et d'affirmer leur souveraineté monétaire ; le développement à l'époque des pratiques de *central banking*, fondées sur le pouvoir discrétionnaire et l'action d'un prêteur en dernier ressort. Dans l'esprit des nationalistes, les banques centrales étaient assimilées à des signes de maturité politique et d'indépendance, tandis que les *currency boards* devenaient le symbole de l'exploitation coloniale : « Les politiciens supposaient qu'en l'absence de banque centrale les intérêts d'un pays étaient sacrifiés au profit des intérêts extérieurs des banquiers » (Sayers, 1957, p.109). La motivation principale reste d'ordre politique puisque certaines des nouvelles institutions monétaires, bien que qualifiées de banques centrales, conserveront provisoirement les règles du *currency board* (Schenk, 1997). Il faudra plusieurs années pour que les autorités monétaires daignent briser le cadre de régulation automatique de l'offre de monnaie et endossent les responsabilités inhérentes au *central banking*.

Des règles monétaires pour juguler l'inflation et instaurer la « crédibilité »

L'ère post-coloniale se caractérise par l'abandon quasi-généralisé du système de *currency board*[2]. Si l'on excepte le cas de Hong Kong[3], il faut attendre les années 1990 pour voir resurgir le dispositif. L'Argentine a adopté ce dispositif en 1991 à travers la *Loi de convertibilité* inscrite dans la Constitution liant le peso au dollar, selon une parité fixe (1 peso = 1 dollar) et dans le but de mettre fin à l'hyperinflation. En 1997, la Bulgarie et la Bosnie-Herzégovine instaurent des nouvelles monnaies couvertes par des actifs libellés en mark allemand, la première, sous l'égide du FMI à la suite d'une grave crise financière, la seconde dans le cadre des accords de paix de Dayton.

Les propositions en faveur du dispositif apparaissent généralement au moment où les monnaies nationales sont soumises à de fortes tensions : Mexique en 1994, Indonésie en 1997, Ukraine et Russie en 1998 (Boone, Breach & Johnston, 1998 ; Hanke, 1998). Les pays baltes constituent cependant des cas particuliers : l'adoption a été réalisée plutôt à titre préventif. La mise en application d'un *currency board* en

[1] En régime d'étalon-or, tout déséquilibre de la balance des paiements implique une diminution des réserves en or de la banque centrale et donc entraîne une contraction de la masse monétaire. Il s'ensuit une baisse des prix intérieurs, donc une compétitivité accrue qui entraîne une hausse des exportations, et une réduction de la demande intérieure qui pour effet de ralentir les importations. L'ajustement automatique de la balance des paiements est censé reposer sur le même mécanisme dans un *currency board*.

[2] Seuls trois *currency boards* de l'époque coloniale subsistent aujourd'hui, dans des territoires de taille réduite. Il s'agit de Brunei, de Djibouti et des Caraïbes orientales.

[3] Hong Kong a établi un *currency board* en 1983 à la suite de fuites massives devant la monnaie locale déclenchées par une crise de change.

Estonie en 1992 (mark) est intervenue dans un contexte plutôt favorable[4]. Elle a servi de modèle pour la réforme monétaire en Lituanie (1994) visant à doter le pays d'une monnaie forte et stable à long terme[5].

Malgré cette différenciation des cadres d'instauration, l'objectif reste le même : il s'agit de mettre sur pied une monnaie stable et convertible à travers l'adoption d'une parité fixe et d'une régulation automatique de l'émission de monnaie centrale. La mise en place d'un *currency board* s'impose comme étant un moyen efficace pour (r)établir la « confiance » dans la monnaie de pays soumis (ou potentiellement soumis) à des processus de dévaluations successives et/ou à l'hyperinflation. La règle de couverture marginale à 100 % signifie le renoncement du recours à la dévaluation ou à l'inflation comme mode de démonétisation des dettes. Plus que l'instauration ou la restauration de la « crédibilité » monétaire, le dispositif est censé instaurer la stabilité monétaire sur la base d'une double garantie : celle de la convertibilité intégrale de la monnaie nationale, et celle d'un taux de change irrévocablement fixe.

Aujourd'hui, les plaidoyers en faveur de l'instauration de *currency boards* dans les économies émergentes ou en transition émanent principalement des théoriciens de la banque libre (*Free Banking School*) et de la nouvelle économie classique.

Prolongeant à certains égards la théorie monétaire de Hayek, l'école de la banque libre (Selgin, 1988 ; Dowd, 1992) préconise l'abolition des banques centrales et des politiques monétaires. Elle justifie également l'adoption de *currency boards* en se référant aux principes bancaires décrits il y a plus de deux siècles par Adam Smith. Notons que les positions de l'école de la banque libre restent précaires dans la mesure où la logique interne de cette théorie devrait l'amener à être plus réticente à l'égard des *currency boards*[6].

R. Barro a préconisé à plusieurs reprises le recours au *currency board*, en particulier pour la Russie (Barro, 1998). Fidèle aux conceptions de la théorie des anticipations rationnelles, il s'appuie sur ses propositions antérieures relatives aux règles monétaires et au problème de l'*incohérence temporelle* (*dynamic inconsistency*) de la politique monétaire (Barro & Gordon, 1983). Toute politique discrétionnaire visant à surprendre les agents privés étant condamnée à l'échec, il convient de la remplacer par des règles strictes et invariantes afin d'éviter toute *incohérence temporelle*, source d'instabilité et d'inflation. Dans cette optique, les règles d'émission contenues dans un *currency board* constituent une solution optimale. La question de la « crédibilité » monétaire ne doit plus se poser puisque le taux de change et la régulation de l'offre de monnaie ne sont plus du ressort des autorités politiques et monétaires.

La recherche de la « crédibilité » se situe au cœur des préoccupations. En réalité, cette question n'est pas nouvelle. La plupart des auteurs favorables aujourd'hui aux *currency board*s reprennent les conclusions établies par Kydland & Prescott (1977) dans leur modèle relatif à la dissociation entre « *rules* » et « *discretion* ». Le « paradigme de la crédibilité monétaire » prenant aujourd'hui plus d'importance dans les analyses monétaires, le *currency board* trouve logiquement plus d'écho auprès de ces auteurs.

Le FMI ne considère pas le *currency board* comme une solution miracle. Son adoption doit être mûrement réfléchie pour au moins trois raisons (Enoch & Gulde, 1998). Tout d'abord, le succès de ce type particulier d'arrangement institutionnel dans des économies de taille relativement réduite ne permet pas de conclure qu'il s'agit d'un système approprié pour un pays de taille plus conséquente. Ensuite, le succès du dispositif repose sur un consensus à l'égard des changements institutionnels qu'induit sa mise en application. Enfin, un système bancaire solide doit être édifié avant la réforme monétaire. De manière générale, les positions favorables au *currency board* s'appuient sur des considérations d'ordre plus empirique que théorique, mettant en avant l'efficacité de l'arrangement institutionnel en matière de lutte contre l'inflation.

[4] La restitution en 1991 d'anciennes réserves en or, déposées en Suède, à la BRI et à Londres avant les occupations allemande et soviétique, a facilité la constitution du fonds de réserve du *currency board.*

Efficacité désinflationniste

Une étude interne du FMI (Gholsh, Gulde & Wolf, 1998), fondée sur des comparaisons statistiques et une analyse économétrique des différents régimes de change fixe, établit un bilan nettement positif. L'évolution de l'indice des prix à la consommation dans un *currency board* est en moyenne inférieure de 3,5 points à l'indice dans un régime de change fixe traditionnel.

Les résultats sur l'inflation sont présentés comme étant la conséquence logique du carcan monétaire constitué par les règles régissant un *currency board*. L'argumentation la plus souvent développée souligne que la couverture de la base monétaire par des réserves de change exclusivement empêche le *board* de procéder à une émission de monnaie centrale à la demande du gouvernement (pour financer un déficit budgétaire par exemple), ou en faveur de secteurs en difficulté.

Plus généralement, les avantages conférés au *currency board* se rapportent à la *stabilité monétaire* qu'impose les règles rigides du dispositif. Les règles d'émission monétaire circonscrivent les risques d'inflation. Par ailleurs, l'engagement pris quant à la fixité du taux de change et la simplicité de fonctionnement du régime monétaire instaurent un climat de confiance à l'égard de la monnaie nationale. Instaurer un *currency board* revient à renoncer à tout recours à la dévaluation et à l'inflation. Le *currency board* agit ainsi comme un réducteur d'incertitudes sur le taux de change et sur le niveau de l'inflation. La *stabilité monétaire forcée* signifie la *crédibilité* monétaire retrouvée. D'un point de vue externe, le contexte de stabilité monétaire est censé favoriser les entrées de capitaux et contribue à limiter les risques d'attaques spéculatives. Au niveau interne, les anticipations peuvent s'établir sur des bases saines. La confiance dans la monnaie s'illustre à travers la limitation des fuites de capitaux, la remonétisation et la bancarisation progressive de l'économie (entre 1991 et 1997, les dépôts bancaires argentins ont progressé de 581 %).

Apostasie du central banking

Le *currency board* constitue un arrangement monétaire particulier dont la régulation n'est pas assurée par un quelconque pouvoir discrétionnaire, mais à travers l'action de règles (*rules*) prédifinies. La règle de couverture (*backing rule*) signifie l'obligation pour l'autorité monétaire de couvrir la totalité de la base monétaire - i.e. la monnaie en circulation et les réserves du système bancaire détenues au passif de l'autorité monétaire - par des réserves de change. L'émission de monnaie centrale par le *board* est ainsi subordonnée au seul volume des réserves en devise de référence que ce dernier détient à l'actif de son bilan. Si la couverture marginale est assurée à 100 %, le bilan du *board* ne comprend aucune créance sur le gouvernement (Trésor) ou sur l'économie. Dans le cas d'un *currency board* « pur », la stérilisation des entrées de capitaux ne peut être assurée du fait de l'interdiction de détenir des titres publics.

Seule l'augmentation des réserves en devises (inscrites à l'actif) permet l'émission pour un volume correspondant de monnaie centrale (inscrit au passif). La base monétaire est détenue par les agents financiers et non-financiers sous la forme de monnaie fiduciaire et de dépôts à l'institut d'émission. La règle de couverture de la base monétaire constitue une différence majeure avec les autres régimes fondés sur l'ancrage externe. Par ailleurs, les principes régissant le système de *currency board* sont en général gravés dans la constitution du pays, conférant ainsi une crédibilité supérieure à celle d'un *peg* traditionnel. Ainsi, en Argentine, toute modification des règles préétablies, comme la modification de la parité par exemple, devait-elle être soumise préalablement au vote du parlement qui décidait si la *Loi de convertibilité* pouvait être modifiée. Ceci n'a pas empêché sa fin tragique en 2001-2002. Les contraintes associées à la caisse d'émission étaient trop fortes pour pouvoir être assumées par le gouvernement et l'économie argentine.

Ponsot (2002) a mis en évidence les fortes contraintes du *Currency Board* sur le système financier et l'économie réelle. Outre une contrainte de liquidité exacerbée qu'elle fait peser sur le système bancaire confronté à l'absence de prêteur en dernier ressort, l'automaticité de l'émission de monnaie centrale limite tout activisme budgétaire. Les règles du *Currency Board* rétablissent certes la stabilité monétaire ; mais, dans un contexte où les marchés domestiques de capitaux restent peu développés, elles instaurent les bases d'une croissance fragile, en rendant la dynamique de financement de la production largement tributaire de

la capacité de l'économie nationale à dégager des entrées nettes de monnaie de réserve. Les cas argentin, bulgare et bosniaque ont montré que lorsque la condition n'est pas remplie, le *Currency Board* tend à conduire à la stagnation. Dans le cas contraire, le taux de croissance peut-être élevé et accélérer le processus de « rattrapage », mais le régime de croissance révèle une instabilité chronique. L'ajustement par le taux de change étant rendu caduc par la relation de parité fixe, et l'action de l'autorité monétaire sur les taux d'intérêt étant limitée, les entreprises et le marché du travail doivent absorber les chocs externes dans leur totalité : la stabilité monétaire qu'impose le *Currency Board* nécessite la flexibilité de l'économie réelle.

II. Le *Currency Board* de Djibouti

Un éclairage historique s'impose afin de comprendre la longévité de cette Caisse d'émission en analysant les raisons de son introduction et son fonctionnement.

Le choix du Currency Board comme régime monétaire pour l'ancien protectorat français

La conquête française a débuté en 1884 avec l'arrivée des missionnaires, qui s'installèrent à Obock avec l'accord du sultan de Rahayeta. Ainsi, la domination française sur le territoire djiboutien s'étend de 1884 à 1977, date de l'accession du pays à l'indépendance. Djibouti avait une position géographique particulière, car elle se trouvait à l'écart de l'Empire colonial français qui était plus ancré en Afrique de l'ouest. Cette position géostratégique unique dans la région a attiré la convoitise des États de la sous-région.

En 1885, les autorités coloniales ont adopté par un arrêté les nouvelles monnaies qui ont un caractère libératoire sur ce territoire dans les transactions commerciales, notamment le franc, le thaler[7] et la roupie (Ibrahim, 2002). A la sortie de la seconde guerre mondiale, le gouvernement de la France libre procéda à une réforme monétaire pour ses colonies. L'objectif de cette réforme monétaire était la mise en place d'une monnaie unique pour l'ensemble des colonies, une monnaie indexée sur le Franc français.

Le second événement marquant est la mise en place d'une zone franche en CFS[8] (Ibrahim, 2002). Toutefois, un événement majeur dans l'histoire monétaire va accélérer la gravité de la crise monétaire du CFA dans la région, c'est-à-dire la dévaluation du franc CFA en 1948. En effet, l'instabilité monétaire que subit la puissance coloniale a provoqué la dévaluation des monnaies satellites. Celle-ci a eu un impact négatif sur le développement économique de la CFS.

Ainsi, les différentes composantes de la société formèrent un groupe de pression pour faire entendre leur voix dans les instances politiques de la métropole. Cette vague de contestation dans la CFS attesta que l'avenir économique de la colonie est tributaire de la stabilité monétaire. A cela il faut ajouter, la pression des lobbies constitués par les entreprises[9] qui opéraient dans la zone franche. Selon eux, il faut associer cette zone de libre-échange avec une monnaie stable dans le temps. L'instauration d'une zone franche ne pourrait voir le jour sans la mise en place d'une monnaie forte et librement convertible, capable d'enclencher une dynamique économique pour la colonie.

Justification du régime de change et de la monnaie d'ancrage (dollar US)

Le climat des affaires en Éthiopie a des répercussions directes sur Djibouti. L'Éthiopie principal partenaire commercial de Djibouti procéda en 1945 à une réforme monétaire, en instaurant le dollar éthiopien ayant une parité fixe avec le dollar américain (Aden, 1992). Cette nouvelle donne va porter un coup dur sur l'économie djiboutienne dans les échanges avec le principal client du port. La nouvelle monnaie (CFA) a

[7] C'est une pièce d'argent du poids et de la dimension de notre ancienne pièce de cent sous. Il est frappé à l'effigie d'une grosse dame au profil majestueux aux appas débordants.
[8] Côte Française et des somalie (CFS) est l'ancienne appellation de Djibouti
[9] http://espritimperial.free.fr/documents/Dubois, mars 2007.

du mal à s'imposer dans la région. L'autorité de tutelle va vite comprendre que le résultat de cette réforme monétaire est un échec.

La monnaie djiboutienne souffre d'un déficit de confiance qui se caractérise par la méfiance dans l'unité de compte locale. Les commerçants préfèrent les roupies ou thalers en contre-valeurs de leurs marchandises. Toutefois, la France exprimait une réticence quant au changement de l'unité de compte qui est synonyme d'un marquage monétaire. Cette entreprise monétaire ne peut pas voir le jour sans l'ancrage d'un réseau bancaire dans cette colonie française. Pour contribuer au développement du territoire, la France va encourager l'implantation de la Banque d'Indochine (BI) à Djibouti. Après plusieurs tractations diplomatiques, la BI[10] céda à la pression du gouvernement, en ouvrant une succursale à Djibouti en 1908. Il faut rappeler que la Corne d'Afrique n'était pas son terrain de prédilection, car elle avait un ancrage territorial en Asie. L'implantation d'une succursale était motivée pour participer au capital de la nouvelle société ferroviaire, la CFE[11], fondée le 24 mars 1908.

L'implantation des réseaux bancaires et d'affaires devrait concourir au rayonnement de la devise locale dans les transactions commerciales de la région où la compétition est rude entre les deux protagonistes (France et Grande-Bretagne).

En vain, le Franc n'arrive pas à concurrencer les devises internationales et confirme ainsi l'hégémonie de la zone sterling et du dollar américain. En 1946, la puissance dominante se prononça sur l'avenir de cette petite colonie. Le régime de change fixe a été choisi conformément aux préceptes de Bretton Woods. Tandis que le Franc Djibouti était régi par un mode de fonctionnement de type *Currency Board*. La devise de rattachement était le dollar américain réputée monnaie stable. Le choix du dollar USA comme monnaie d'ancrage était motivé par de considération d'ordre politique. La France s'opposait d'une façon radicale à ce que la monnaie de la CFS évolue dans la zone « livre sterling », qui risque de réduire sa zone d'influence dans la région.

Un régime monétaire soluble dans une économie de services

En effet, Djibouti est un pays aride et sans ressources naturelles capable d'enclencher une dynamique économique. Le pays tire profit de sa position géostratégique, situé au carrefour de l'Europe et de l'Asie. L'intégration de la CFS[12] dans l'empire français était animée par des enjeux géoéconomiques. L'ouverture du canal de Suez a placé la mer rouge au cœur des échanges commerciaux. Djiboutien développa autant les relations commerciales avec les pays de la sous-région que les pays du golfe.

Cette stratégie d'intégration sur ces pays à forte croissance économique va de pair avec le système de *Currency Board*. Ces pays pétroliers ont un ancrage nominal et réel sur la devise clé et conforte le maintien de ce carcan monétaire. L'importance croissante de cette relation commerciale se traduit par des entrées massives des IDE[13] provenant des pétromonarchies. Cette volonté d'intégration régionale s'inscrit dans une logique de diversification de liens commerciaux afin d'optimiser son avantage comparatif et sa rente géostratégique.

L'éclatement de la guerre civile entre l'Éthiopie et l'Érythrée a modifié la géographie des échanges au profit de Djibouti. Cette tension entre les deux frères ennemis va mettre fin au quasi-monopole du port d'Asab et changea le contexte géopolitique de la Corne d'Afrique. L'Éthiopie menacée d'enclavement a dû trouver une solution à cet embargo économique, Djibouti est redevenu sa source d'approvisionnement. Entre 80% et 90% du commerce extérieur éthiopien transite par Djibouti.

L'originalité du modèle djiboutien: l'absence des réserves obligatoires au sein de l'institut d'émission

[10] Banque Indosuez
[11] CFE : Société de chemin de fer Franco Ethiopien
[12] Côte Française des Somalis
[13] IDE : investissements directs étrangers

Après l'indépendance, le régime monétaire reste inchangé. Ce système monétaire est basé sur un engagement législatif permettant d'échanger la monnaie nationale (Franc Djibouti) contre le dollar USA au taux de change fixe[14]. L'ancrage législatif renforce sa crédibilité aux yeux des agents économiques, en réduisant l'anticipation inflationniste (Ponsot, 2002, p.173).

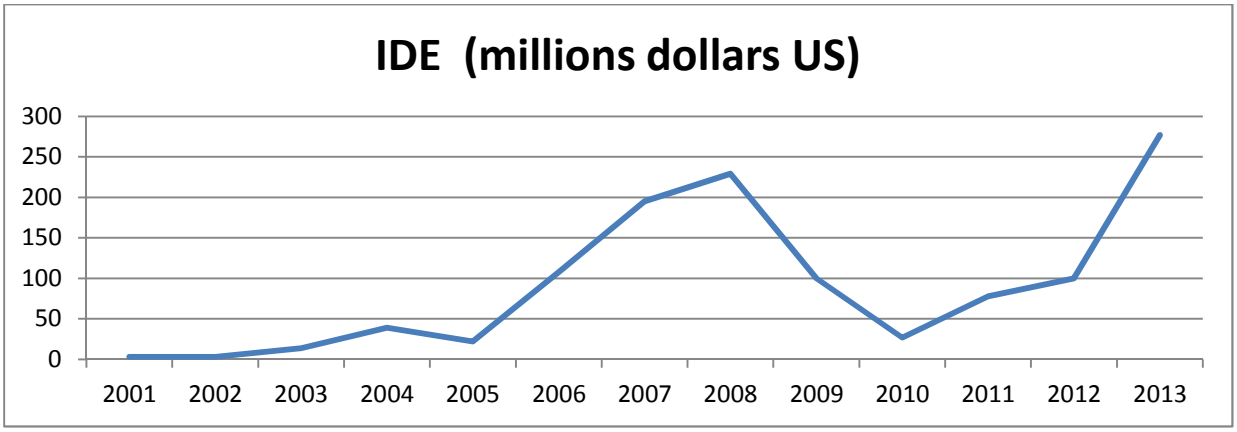
Ainsi, l'émission de la devise locale s'effectue sur la base de dépôts des devises (dollar USA et Euro) auprès de l'une de correspondante à New York, notamment American Bank. La couverture en devise de la base monétaire est partielle, car elle couvre uniquement la monnaie ultime et laisse à la discrétion des banques l'offre de monnaie bancaire (Veyrunes, 2004). En ce qui concerne celle-ci, on note une accumulation des réserves de change excédentaires par rapport à la base monétaire. Selon les partisans cet arrangement monétaire, il s'agit d'une dénaturation partielle du *Currency Board* (Blanc et Ponsot, 2002, p.10). On peut cependant contester une telle approche. En effet, le modèle djiboutien n'a pas mené une action discrétionnaire portant atteinte à la règle de 100%. Ces innovations marginales ont été observées dans la plupart des pays régis un *Currency Board* (Estonie, Argentine et Hon-Kong).

Avec le maintien de ce régime de change, les autorités monétaires n'ont plus les moyens de faire de financer le déficit budgétaire. Entre 2000 et 2012 ; Djibouti a enregistré une inflation en dessous de 4% entre 2000 et 2012, à l'exception de 2008 avec la flambée des prix de denrées alimentaires (CNUCED, 2013, p.11). Cette performance en matière d'inflation est due à la discipline monétaire qui découle de ce choix monétaire. Cette evidence empirique est confirmée par les défenseurs de ce système: *« That currency boards are associated with low inflation: more than 90 percent of the currency board observations fall in the 0–10 percent per year range, compared to around one-half of the observations for other pegged regimes or floating regimes; the latter have a fatter tail at the upper end of the distribution »* (Holger et Ghosh, 2008, p.62).

Cette rigueur monétaire impose l'Etat une contrainte budgétaire que le gouvernement doit observer pour garantir sa pérennité. Cet ancrage monétaire s'accompagne des règles allégées, en matière des transactions financières. Djibouti ne connaît ni encadrements de crédits, ni contrôle de changes, ni limitation de transferts des capitaux (Aden, 1992, p.2).

Cette stabilité monétaire et sa position géostratégique ont fait que Djibouti a attiré ces dernières années des IDE en provenance des pays du golfe (graphique 1). Cet afflux des IDE a permis un excédent du compte du capital qui a pu compenser le déficit structurel du compte courant.

Graphique 1
Djibouti : Flux d'IDE
(millions de dollars US)



Source : Auteurs et données FMI (2013)

[14] www.banque centrale.dj (consulté le 20/03/2013)

Toutefois, ce choix monétaire n'est pas sans conséquence dans un petit pays où les défis sont importants aussi bien sur le plan institutionnel (capacité et qualité) que sur le plan économique (chômage et pauvreté).

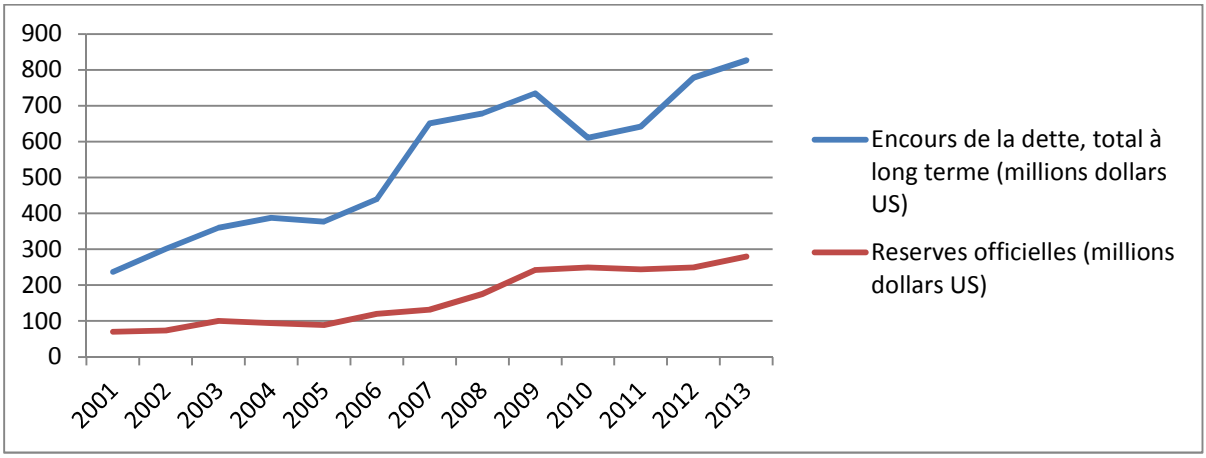
III. Le problème de l'absence de politique monétaire et ses implications macroéconomiques pour Djibouti

L'économie djiboutienne dépend fortement du financement étranger officiel. Ce financement se décompose, en IDE, dons, prêts et des loyers des bases militaires étrangères installées dans le pays et contribue à la constitution des réserves officielles du pays en limitant le déficit de la balance des paiements. Si l'aide et les loyers restent constants, on note que la part des prêts dans le volume de financement extérieur ne cesse d'augmenter pour financer le programme de développement « Djibouti vision 2035 ». Cette situation d'endettement pose, à terme, la question de la soutenabilité du système de taux de change actuel.

L'évolution des réserves de change et la soutenabilité du CBD

L'économie djiboutienne se caractérise par un déficit budgétaire chronique (en moyenne 2.8% entre 2009 et 2012). Ce déficit peut sembler dérisoire au regard ce que connaisse d'autre pays. Mais la spécificité du système monétaire contraint à l'équilibre pour garder la parité fixe. Ce besoin de financement est comblé par le financement extérieur (dont, loyers et prêts). Car, le gouvernement s'est révélé systématiquement incapable d'assurer le recouvrement des impôts, notamment les taxes sur le foncier. Un tel échec trouve sa source dans certains dysfonctionnements profonds du système institutionnel du pays. Les impôts récoltés se révèlent systématiquement insuffisants pour financer le budget, tandis que le système est rendu opaque par de complexes mécanismes d'exemption dont leur utilité n'est pas démontrée si ce n'est pour favoriser les grandes sociétés. Dans ce contexte, l'incapacité de l'administration à réformer le système fiscal a conduit à poursuivre dans la voie d'un endettement extérieur de l'Etat pourtant incompatible avec la règle monétaire, contribuant dans une large mesure à la détérioration générale des conditions de financement dans l'économie.

Graphique 2
Dette extérieure et réserves officielles
(millions de dollars US)



Source : Auteurs et données FMI (2013)

S'ajoute à ce déficit, à celui du compte courant (12.6% du PIB en 2012) qui constitue, bien que modéré, une menace et souligne la vulnérabilité du régime de convertibilité. Ces sorties de capitaux s'apparentent à une ponction nette sur la richesse nationale, y compris en période de récession, témoignant de l'incapacité de l'économie nationale à se reformer et se met, de plus en plus, dangereusement sous la tutelle de ses

créanciers internationaux. Car pour financer ce déficit et maintenir la stabilité du système monétaire en augmentant les réserves en devises, l'Etat a systématiquement recouru à l'endettement auprès des institutions financières internationales qui devient plus élevé à partir de 2006 (graphique 2). On notera qu'entre 2001 et 213, le stock de la dette a été multipliée par 3.44 alors que les réserves officielles ont multipliés par près de 4.

La poursuite de la politique actuelle de l'endettement pour financer les infrastructures publiques pourrait remettre en cause sérieusement la capacité de l'Etat à assurer le service de la dette de manière non-inflationniste, ce qui porterait atteinte à la crédibilité de l'arrangement monétaire (risque de dévaluation).

Soutenabilité de la dette

A partir d'indicateurs d'endettement et en fonction de deux scénarios relatifs à la situation macroéconomique du pays, l'analyse de la dette indique des résultats différenciés.

Le scénario n°1 intitulé « scenarios de base » est optimiste. A partir de données historiques et d'hypothèses macroéconomiques, il projette la trajectoire de la dette sur un horizon de long terme jusqu'à 2035 pour tenir compte de la longue maturité de la dette et surtout mieux évaluer l'endettement initié depuis 2013 et qui va servir à financer le programme de développement « Djibouti Vision 20135 ». Le PIB est supposé continuer à croitre au rythme actuel au taux de 5%. La pression fiscale reste inchangée à 23% du PIB. Le taux de croissance des exportations et le taux des importations suivent la progression annuelle du PIB en volume. Le financement extérieur est supposé composer des dons et des prêts concessionnels avec les mêmes niveaux.

Sous ces hypothèses, les ratios d'endettement enregistrent des évolutions contrastées entre 2013 et 2035. Le rapport VAN[15] de la dette/Exportations passe de 125% en 2013 à 43% en 2035. Le rapport VAN de la dette/PIB reste pratiquement inchangé en dessous du seuil indicatif de 50% (2013) à 51% (2035). Le ratio VAN de la dette/recettes budgétaires s'améliore en passant de 146% (2013) à 15% (2035). Enfin, les deux autres ratios services de la dette/Exportations et services de la dette/recettes budgétaires restent en deçà des seuils limites pour les périodes de référence 2013 et 2035.

Tableau 1
Scenario 1 « Base »

Performance *(a)* politique et institutionnelle	VAND/Exportations	VAND /PIB	VAND/ Recette budgétaire	Service de la dette/ Exportations	Service de la dette/Recette budgétaire
Faible (CPIA < 3,25) 2013	125% (100)[16]	50% (30)	146% (200)	6% (15)	6.7% (25)
Faible (CPIA < 3,25) 2035	43% (100)	51% (30)	15% (200)	3.5% (15)	5% (25)

(a) Country policy and institutional assessment, source: FMI
Source : Auteurs et données BCD (2013)

Le second scenario présente la situation de Djibouti avec un accroissement de la dette extérieure à partir de 2020. Les autres agrégats macroéconomiques restent inchangés, par rapport au scenario 1. Dans ce 2ème scénario, l'évolution de la soutenabilité de la dette est préoccupante. Le tableau n°2 résume les ratios pour l'année 2035. Comme on le voit le scenario d'endettement excessif débouche sur une dette extérieure

[15]Dans le cas des estimations de la VAN de la dette des pays hors PPTE, et dans le souci d'en limiter les fluctuations excessives, le taux d'actualisation a été fixé à 5% en 2004. Selon la règle établie, ce taux peut être ajusté de 100 points de base lorsqu'il s'écarte du taux d'intérêt commercial de référence (TICR) sur le dollar (moyenne sur six mois) de plus de 100 points de base pendant une période d'au moins six mois consécutifs. Étant donné l'évolution des taux en 2009, ce taux a été ramené à 4%.
[16]Les chiffres en parenthèse constituent des seuils de référence pour les pays en développement

clairement insoutenable. Trois indicateurs sur cinq dépassent les seuils limites alors que les deux autres indicateurs restant connaissent une dégradation sensible.

Tableau 2
Scenario 2

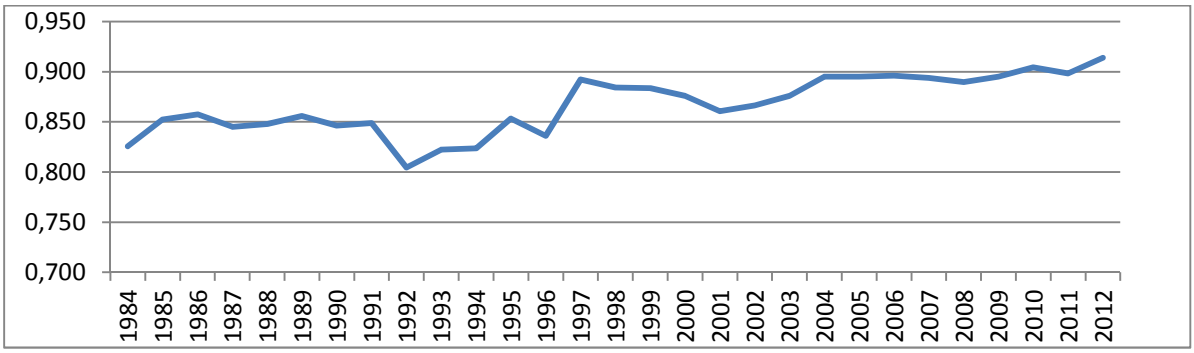
Performance politique et institutionnelle	VAND/ Exportations	VAND/ PIB	VAND/ Recette budgétaire	Service de la dette/ Exportations	Service de la dette/Recette budgétaire
Faible (CPIA < 3,25) 2035	163% (100)	81% (30)	242% (200)	11% (15)	17% (25)

Source : Auteurs et données BCD (2013)

Système financier et gouvernance

Selon les indicateurs de 2011, le secteur bancaire reste rentable et hautement liquide, puisque les liquidités représentent plus de 60% du total des actifs. On notera, toutefois que ces liquidités ne permettent pas pourtant de financement les besoins de l'économie et que le taux de crédit reste excessivement cher (10% en moyenne) malgré la concurrence du secteur. Alors que le taux de rémunération de l'épargne est 0.5%. le différentiel reste important et témoigne de l'inefficacité du système de l'intermédiation financière à Djibouti. Ces difficultés sont le résultat d'un cadre judicaire défaillant qui renchérit les coûts des transactions des agents économiques. Les banques adoptent alors une attitude de rationnement de crédit. Le secteur bancaire semble globalement en bonne santé mais la qualité du crédit suscite des inquiétudes.
La «volatilité» de la trajectoire de la courbe du CIM[17] ià partir de 1990 coïncide avec une période d'instabilité institutionnelle forte avec un conflit civile. Ensuite l'indicateur CIM montre une trajectoire ascendante partir des années 2000 qui coïncident avec la reprise de la croissance, la stabilité politique et le retour des investissements directs étrangers.

Graphique 3
Djibouti : Contract Intensive Money



Source : Auteurs et données BCD (2013)

[17]Le ratio CIM (contract intensive money) qui exprime la confiance des agents économiques à l'égard du système bancaire et permet d'apprécier la qualité de l'intermédiation financière. Le ratio contract intensive money (CIM) du FMI est égal à $\frac{M_2 - M_1}{M_2}$.

Conclusion

L'endettement actuel conjugué avec une faiblesse de la qualité des institutions posent véritablement le risque de décrochage du franc Djibouti au dollar américain. Faiblesse du système bancaire, déficit budgétaire et taux de change surévalué constitue autant des signaux d'une crise de la dette. Car jusqu'ici, la *currency board* a permis une stabilité monétaire qui est le soubassement de la crédibilité, dans une petite économie tournée vers l'extérieur et caractérisée par une faiblesse institutionnelle en matière de politique économique.

Bibliographie

ADEN M. (1992), « Système bancaire et statut monétaire de Djibouti », Techniques financières et développement.

BLANC J et PONSOT J-F. (2004), « Crédibilité et Currency Board : le cas de la lituanien », Revue d'économie financière, n°75

CHAUVIN S et GOLITIN V (2010) Besoins de financement et viabilité de la dette extérieure dans les pays d'Afrique subsaharienne, Bulletin de la Banque de France • N° 179 • 1er trimestre

CNUCED. (2013), « Examen de politique d'investissement de Djibouti ».

FMI (2013), « Djibouti : sixième revue de l'accord au titre de la Facilité élargie de crédit (FEC) », n°13/78, Rapport annuel.

GEDEON S. (2013), "Stability properties of the Currency Board: case study of Bosnia and Herzegovina 2004-2010", Bank and Bank Systems Review, vol 8, n°3.

HAMAZA H et GUERMAZI-BOUASSIDA S. (2012), " Financement bancaire islamique : une solution éthique à la crise financière ", Revue de Sciences de gestion, n°255-256.

HOLGER C, GHOSH A et alii. (2008) "Currency Board in retrospect and prospect", Cambridge, The MIT Press.

IBRAHIM O. (2002), « Le Franc Djibouti », Inspection générale d'Etat.

MAHMAMOUD I, NENOVSKY N et AMAN M. (2013), « Le système informel de fonds et le mécanisme automatique du Currency Board: complémentarité ou antagonisme ? Le cas de transfert de Hawalas à Djibouti », Document de Recherche, Laboratoire d'Economie d'Orléans.

PONSOT J-F. (2002) , " Le Currency Board ou la négation de la Banque centrale : une perspective historique du régime de caisse d'émission ", Université de Bourgogne.

PONSOT J-F (2002) « Parité fixe et règle de convertibilité monétaire dans les économies émergentes ». In La croissance économique dans le long terme. Formes historiques et prospective, sous la direction de Claude Diebolt & Jean-Louis Escudier. L'Harmattan, Paris, pp.261-278.

SAID C et DUBOIS C. (2011), "Djibouti contemporain », Paris, Edition Karthala.

THERET B. (2013), "Dettes et crise de confiance dans la zone euro : analyse et voies possibles de sortie par le haut", Revue Française de socio-économie, n°12.

VEYRUNE R. (2004), « Les caisses d'émission modernes sont-elles orthodoxes ? », Revue d'économie financière, n° 75, pp. 71-82.