

**REFLEXION SUR LA MISE EN PLACE D`UN FONDS DE  
STABILISATION AU SEIN DE LA CEDEAO**

**Novembre 2011**

## **PLAN**

### **I. Introduction**

#### **II/ Approches théoriques et empiriques**

- 2.1 Notion de fonds de stabilisation
- 2.2 Objectifs d'un fonds de stabilisation
- 2.3 Les arguments en faveur d'un fonds de stabilisation
- 2.4 Les arguments contre le fonds de stabilisation

#### **III. Expériences des fonds dans le Monde**

- 3.1 Le Fonds Monétaire International (FMI)
- 3.2 Le Fonds de la CEDEAO
- 3.3 Le Fonds de stabilisation Russe
- 3.4. Le Fonds européen de stabilité financière (FESF)
- 3.5 Autres fonds dans le monde

#### **IV. Justification de la mise en place d'un fonds de stabilisation financière dans la zone CEDEAO**

- 4.1 Vulnérabilité des économies des pays de la CEDEAO
- 4.2 Impact du fonds sur la stabilité macroéconomique des pays de la CEDEAO

#### **V Modalités et fonctionnement du Fonds de stabilisation**

- 5.1 Création et Principes du Fonds
- 5.2 But du Fonds
- 5.3 Mécanisme de Financement du Fonds
- 5.4 Fonctionnement du Fonds

### **Conclusion**

## **I/ INTRODUCTION**

La stabilité macroéconomique est une des principales préoccupations des décideurs politiques et économiques et signifie le respect des principaux indicateurs macroéconomiques. En effet, depuis la récente crise de 2008 qui a démarré aux Etats Unis, les pays développés et sous développés peinent à retrouver la stabilité macroéconomique. Dans la zone OCDE, le déficit budgétaire avait atteint des sommets sans précédent en 2009, avant de redescendre aux alentours de 6 % du PIB en 2011. De plus, pour de nombreux pays, le ratio d'endettement a largement augmenté, ce qui a accentué la vulnérabilité des finances publiques, la volatilité des marchés de capitaux et réduit les marges de manœuvre ainsi que l'efficacité des mesures de politique budgétaire pour contrer les ralentissements économiques.

Sur le continent Africain, la crise s'est également ressentie à plusieurs niveaux. En 2009, le taux de croissance enregistré sur le continent a été de 2,5 %, soit moins de la moitié du taux d'avant la crise, ce qui s'est traduit pour la première fois en dix ans, par une diminution du PIB réel par habitant. Au cours de cette année, l'Afrique a perdu environ 30 à 50 % de ses recettes d'exportation de 2008. En dépit d'un certain allègement de la facture des importations dû à la baisse des prix alimentaires et pétroliers, la balance commerciale globale s'est fortement détériorée. D'un excédent de 3,8 % du PIB en 2008, le compte courant du continent est passé à un déficit de 2,9 % en 2009. Dans l'espace CEDEAO, le respect des critères de convergence a été fortement perturbé par l'impact du choc exogène sur les prix alimentaires et énergétiques, qui s'est traduit à la fois par une nette augmentation de l'inflation et, dans les Etats importateurs de pétrole, par une dégradation des finances publiques. La crise a aussi accentué la volatilité des taux de change, laquelle nuit au commerce et à la croissance en augmentant l'incertitude et les couts des échanges internationaux. La plupart des pays de la ZMAO ont connu une dépréciation de leurs monnaies.

Pour faire face à ces crises qui affectent sérieusement la stabilité macroéconomique, les gouvernements des pays développés (Etats Unis et Union Européenne) ont déployé des montants considérables de fonds publics, en vue d'assurer la stabilité financière. Dans l'Union Européenne, les vingt sept pays membres ont mis en place un fonds de stabilisation pour préserver la stabilité financière de l'Union économique et monétaire européenne en offrant une assistance financière aux États-membres en difficulté. La Grèce et l'Irlande ont

déjà bénéficié de ce fonds avec des taux d'Intérêt relativement bas. L'expérience de l'UE est édifiante à plus d'un titre car, elle vient de prouver que si l'instinct communautaire prédomine, les parades de stabilisation financière peuvent être trouvées au sein de regroupements régionaux. Par conséquent, les pays de la CEDEAO pourraient bien mettre en place un Fonds de stabilisation permettant aux pays membres de faire face aux chocs exogènes mais aussi aider à la stabilisation des taux de change. C'est dans cette lancée que le Comité des Gouverneurs a recommandé la mise en place de fonds de stabilité lors de la présentation du document portant sur le mécanisme de change de la CEDEAO. Cette recommandation a aussi été renouvelée lors de la dernière réunion du Comité des Gouverneurs tenue à Conakry.

Le but de ce fonds de stabilisation sera d'une part, de protéger le ou les pays membres de la CEDEAO dépendant des matières premières contre la hausse des prix en stabilisant les revenus, d'autre part de protéger les monnaies nationales contre les risques d'attaque spéculative.

Notre étude sera structurée comme suit :

- Approches théoriques et empiriques des fonds de stabilisation
- Expériences de fonds dans le monde
- Nécessité de la mise en place d'un fonds de stabilisation dans la zone CEDEAO
- Mécanismes et fonctionnement du Fonds de stabilisation pour les pays de la CEDEAO
- Conclusion

## **II/ Approches théoriques et empiriques**

### 2.1 Notion de fonds de stabilisation

Bien qu'il n'existe pas une seule définition standard des fonds de stabilité financière, nous pouvons retenir celle adoptée par le groupe de travail international sur les fonds souverains (international Working Groupe : IWG) qui les présente comme « des fonds ou mécanismes d'investissement à but déterminé, appartenant à des administrations publiques. Créée par une administration publique à des fins de gestion macroéconomique, les fonds de stabilité détiennent, gèrent ou administrent des actifs pour atteindre des objectifs financiers et ont recours à une série de stratégies d'investissement qui comprend des placements sur actifs

financiers étrangers. Les fonds de stabilisation sont généralement créés à partir des excédents budgétaires et/ou de recettes tirées des exportations de produits de base ».

## 2.2 Objectifs d'un fonds de stabilisation

Les fonds de stabilisation ont un objectif premier qui est de protéger les finances publiques et l'économie nationale des fluctuations des prix des produits de base (en général le pétrole). L'accumulation de ces ressources constitue une rente collective pour les « fonds matières premières » qui gèrent principalement les excédents des recettes pétrolières. Mais elle peut être aussi le résultat d'une politique de change stratégique, suivi par les « fonds non matières premières », principalement des fonds asiatiques.

Les fonds de stabilisation sont habituellement destinés à remédier aux problèmes liés à la volatilité et à l'imprévisibilité des recettes des matières premières (pétrole et autres produits de base.....), à la nécessité d'épargner une partie des recettes de ces produits de base pour les générations futures (fonds d'« épargne »), ou aux deux. La volatilité des prix des matières premières rejailissent sur les recettes des pays, ce qui, en cas de moins-value, requiert un ajustement budgétaire (typiquement, une réduction des dépenses) ou des financements compensatoires. Au lieu de réduire les dépenses, le pays peut décider de financer le manque à gagner, à travers le fonds de stabilisation.

## 2.3 Les arguments en faveur d'un fonds de stabilisation

Les fonds de stabilisation visent à remédier le problème des recettes volatiles et imprévisibles. Le raisonnement qui sous-tend ces fonds est le suivant : quand les recettes des matières premières sont élevées, une partie est retenue pour alimenter le fonds de stabilisation, quand elles sont faibles, le fonds sert à financer la moins value. On peut donc dire que les fonds de stabilisation permettent d'atteindre cet objectif de lissage. Bien que l'objectif opérationnel d'un fonds de stabilisation soit de lisser les recettes budgétaires, du point de vue de la politique d'un gouvernement, l'objectif est de lisser les dépenses.

Les fonds de stabilisation s'avèrent alors la solution idéale pour épargner les pays des conséquences de la volatilité des revenus liés à l'exportation en constituant des « macro-couvertures » pour leurs économies domestiques. C'est dans ce cadre qu'ils privilégient l'investissement dans les secteurs faiblement corrélés aux cours des matières premières (financiers, immobiliers et télécommunication). Grâce à cette nouvelle opération de recyclage, les fonds arrivent à contrecarrer les pressions inflationnistes et à éviter la surchauffe de leurs économies provoquée par l'afflux massif des capitaux.

En plus de leurs rôles de stabilisateurs des finances publiques, les fonds peuvent également être mis en place pour intervenir dans le marché financier. Plusieurs études ont montré que les fonds de stabilisation sont source de stabilité financière

Contrairement aux fonds de couverture qui interviennent régulièrement à travers des opérations spéculatives à fort effet de levier, et qui peuvent être amenés à liquider leurs positions afin de reconstituer leurs trésoreries à la moindre turbulence affectant les marchés, les fonds de stabilisation s'attachent traditionnellement à un horizon de long terme. Ils peuvent contribuer à amortir les chocs financiers et à assurer la stabilité des marchés. C'est dans ce cadre qu'ils peuvent jouer le rôle de prêteur en dernier ressort en irriguant les marchés en liquidité, épargnant à l'économie mondiale les effets dévastateurs du risque systémique.

#### 2.4 Les arguments contre le fonds de stabilisation

Les arguments théoriques en faveur des fonds de stabilisation ne sont pas toujours convaincants. Les fonds peuvent avoir des conséquences négatives sur le plan opérationnel. Ils peuvent être mal intégrés au budget, entraînant une perte de contrôle de la situation budgétaire globale et des problèmes de coordination des dépenses, comme la duplication de dépenses ou des décisions concernant des dépenses d'équipement prises sans égard aux dépenses récurrentes qu'elles impliquent pour l'avenir. La gestion publique, la transparence et la responsabilité peuvent souffrir de l'existence d'un fonds de stabilisation. Par nature, les fonds de stabilisation sont généralement en dehors des systèmes budgétaires en place et ne relèvent souvent que d'une poignée de responsables nommés par le gouvernement, ce qui les rend particulièrement sujets aux abus et aux ingérences politiques. Les règles de diffusion et d'audit de ces comptes sont souvent peu contraignantes et, du fait qu'ils ne sont pas intégrés au budget, il est plus difficile pour le parlement et le public de contrôler l'emploi des deniers publics en général.

#### 2.5 Analyses empiriques du Fonds de stabilisation

Une analyse empirique de l'expérience de divers pays en matière de fonds de stabilisation corrobore l'existence de ces problèmes théoriques et opérationnels. L'analyse économétrique donne à penser que les fonds de stabilisation ne modifient pas le profil des dépenses publiques.

Trois grandes conclusions se dégagent de l'étude d'un échantillon de douze pays<sup>1</sup> produisant des ressources non renouvelables, pétrole ou autres, dont cinq étaient dotés de fonds de stabilisation.

- Dans les pays qui n'avaient pas de fonds, les dépenses publiques ont suivi habituellement l'évolution des recettes d'exportation des ressources considérées, augmentant quand la valeur de ces exportations est élevée et diminuant quand elle est faible.
- Dans certains pays dotés d'un fonds, les dépenses ont suivi aussi de près l'évolution des recettes d'exportation, indiquant que la simple existence d'un fonds ne modifie pas sensiblement cette relation.
- Dans d'autres pays dotés d'un fonds, les dépenses n'ont pas suivi les recettes d'exportation, mais il en est de même avant et après l'établissement du fonds. Autrement dit, les observations indiquent que la création d'un fonds n'a eu aucun impact sur la relation entre les recettes d'exportation et les dépenses publiques.

Dans les pays dont les recettes sont plus largement tributaires du pétrole ou autres ressources non renouvelables et qui n'ont pas traditionnellement mené des politiques macroéconomiques prudentes, les fonds ont donné des résultats beaucoup plus inégaux. Ainsi :

- Le fonds de stabilisation des ressources minières de la Papouasie-Nouvelle-Guinée n'a guère réussi à stabiliser les dépenses et recettes budgétaires, et les autorités l'ont récemment fermé.
- Les règles du fonds de stabilisation macroéconomique du Venezuela, établi fin 1998, ont déjà été modifiées et le fonds n'a pas empêché l'application d'une politique budgétaire expansionniste quand les prix du pétrole ont augmenté en 2000.

---

<sup>1</sup> Il s'agit de : Russie, Dubaï, Qatar, Malaisie, Singapour, Koweït, Arabie Saoudite, Abu Dhabi, Lybie, Algérie, Norvège, Chine

### **III. Expériences des fonds dans le Monde**

#### **3.1 Le Fonds Monétaire International (FMI)**

L'institution a été créée en 1944 et devait à l'origine garantir la stabilité du système monétaire international, dont l'écroulement au moment de la Grande dépression des années 1930 avait eu des effets catastrophiques sur l'économie mondiale. Le FMI assure donc la stabilité du système monétaire international et la gestion des crises monétaires et financières. Pour cela, il fournit des crédits aux pays qui connaissent des difficultés financières pour instaurer la stabilité de leur système financier, ou les flux d'échanges de commerce international avec les autres pays.

Après 1976 avec la disparition du système de change fixe, le FMI a hérité d'un nouveau rôle face aux problèmes d'endettement des pays en développement et à certaines crises financières. Depuis, le rôle du FMI consiste, en premier lieu à soutenir les pays connaissant des difficultés financières. Lorsqu'un pays est confronté à une crise financière, le FMI lui octroie des prêts afin de garantir sa solvabilité et d'empêcher l'éclatement d'une crise financière semblable à celle qui a frappé les États-Unis en 1929.

Les interventions du FMI se sont multipliées dans les pays en développement à partir des années 1980 qui virent éclater la crise de la dette du Tiers Monde, notamment à partir de 1982 et la cessation de paiement du Mexique. Toutefois le FMI est aussi parfois intervenu dans des pays développés, comme en Corée du Sud à la fin des années 1990, en Grèce en 2010.

#### **3.2 Le Fonds de la CEDEAO**

Le fonds de la CEDEAO avait été créé en 1975 par les Chefs d'Etat de la Communauté et avait pour mission d'assurer l'intégration physique de la sous-région. Se faisant, les Etats avaient élaboré deux programmes majeurs. Le premier consistait à construire des routes, ce qui avait conduit à la réalisation à 86% du réseau routier de 8300 km, reliant Dakar à Lagos en passant par la côte et le réseau trans-saharien qui va de Dakar en passant par Nouakchott jusqu'à Lagos à travers le Sahel, traversant ainsi le Mali, le Burkina et le Niger. Le fonds a permis également de relier les capitales des Etats par un réseau de communication, à travers son deuxième grand programme.

Pour mieux s'adapter au nouveau contexte macroéconomique et faire entrer le privé, la conférence des Chefs d'Etats et de Gouvernement a décidé en sa vingt-deuxième session

tenue les 09 et 10 décembre 1999, la transformation du fonds en une Société Holding Régionale dénommée Banque d'Investissement et de Financement de la CEDEAO (BIDC) avec deux filiales spécialisées que sont :

- la Banque Régionale d'Investissement de la CEDEAO (BRIC) destinée au financement du secteur privé ; et
- le Fonds Régional de Développement de la CEDEAO (FRDC), destiné au financement du secteur public notamment le financement des infrastructures économiques de base et la lutte contre la pauvreté.

La BIDC dispose d'un capital de 750 millions de dollars, dont les 2/3 soit \$500 millions sont détenus par les Etats membres de la CEDEAO, le tiers restant ouvert aux non régionaux (Toute Institution ou pays ne faisant pas partie de la CEDEAO) à l'instar des pays de l'OCDE, la France et les Etats-Unis pour leur permettre, eux aussi, de participer à la stratégie d'intégration et développement économique la région. Elle est devenue opérationnelle en janvier 2003.

### 3.3 Fonds de stabilisation Russe

Le fonds de stabilisation de la Fédération de Russie est un fonds souverain russe créé le 1er janvier 2004 qui gère les excédents budgétaires commerciaux liés aux exportations de ressources naturelles. Il est divisé en deux fonds :

- la **Reserve Fund**, dont l'objectif est de protéger l'économie du pays en cas de baisse du prix du baril de pétrole en-dessous d'un certain seuil. Il possédait environ 130 milliards de dollars au 1er mai 2008 et n'investit que dans des obligations étrangères. Ses actifs sont limités à 10% du PIB de la Russie;
- le **National Wealth Fund**, fonds destiné à approvisionner les caisses de retraite du pays. Il gérait environ 33 milliards de dollars au 1er mai 2008 et est destiné à investir dans des actifs plus risqués que la Reserve Fund.

Le fonds sert aussi à réduire les pressions inflationnistes du pays, sécuriser l'économie de la volatilité des revenus de l'exportation des matières premières et à absorber des liquidités excessives.

### 3.4. Le Fonds européen de stabilité financière (FESF)

Le Fonds européen de stabilité financière est créé en mai 2010 et a pour objectif de préserver la stabilité financière de l'Union économique et monétaire européenne en offrant une assistance financière aux États-membres en difficulté. Il a permis d'émettre jusqu'à 440 milliards d'Euros d'Obligations, qui pourront par la suite être prêté aux Etats en difficulté de l'Union monétaire. Ces obligations étant garanties par les Etats, notamment par ceux dont la dette souveraine obtient un classement AAA par les agences de notation, le FESF peut ainsi emprunter sur le marché obligataire à un taux d'intérêt bien moins élevé que celui auquel était soumise la Grèce depuis fin 2009. Dès lors, chaque Etat membre de la zone Euro, qui pourrait se trouver dans une situation similaire peut désormais compter sur ce fonds qui lui garantit, par la mutualisation du risque, un taux d'emprunt plus raisonnable, indexé sur une note AAA. Cependant, l'octroi d'aides éventuelles à ces pays en difficulté ne peut se faire que sous certaines conditions, notamment dans le respect des restrictions et d'austérités budgétaires à des niveaux définis par les membres de ce fonds.

En plus des 440 milliards d'Euros d'Obligations émises sur le marché, le FESF est financé à hauteur de 60 milliards d'Euros par la Commission Européenne, qui emprunte en son nom sur les marchés financiers sous la garantie des Etats membres. Le FMI contribue quand à lui, à hauteur de 250 milliards d'Euros. L'Irlande a été le premier Etat bénéficiaire de ce système. Subissant de graves attaques spéculatives, contre ses taux d'emprunt sur le marché obligataire, l'ex « tigre celtique » se voit dans l'obligation, en échange d'efforts budgétaires accrus, d'assainir ses finances publiques, de bénéficier de l'aide du fonds, dont le premier versement d'aide totale de 85 milliards d'Euros a été effectué en janvier 2011.

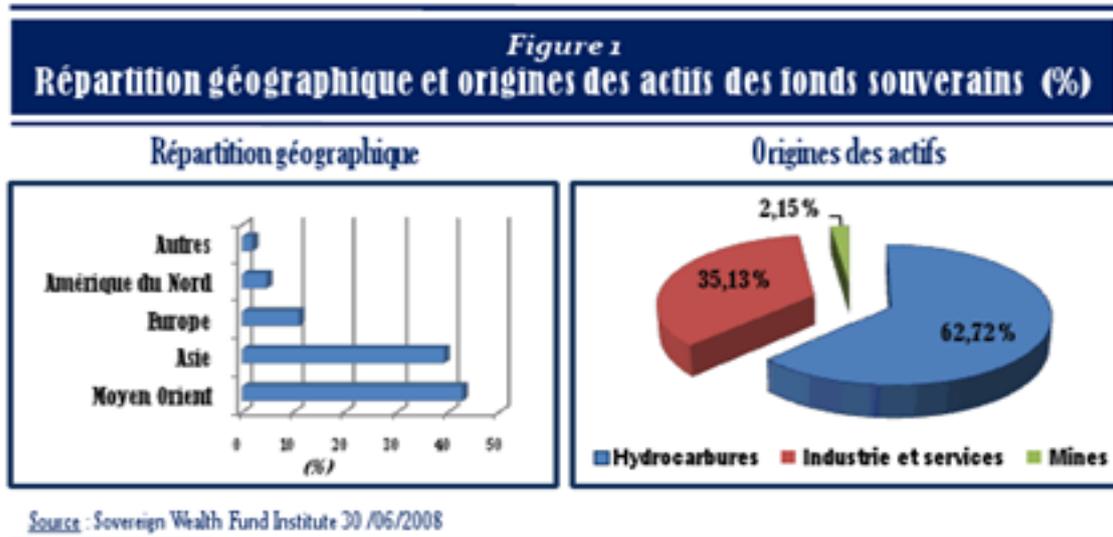
Alors que le FESF ne devrait fonctionner qu'à durée déterminée, l'Allemagne progressivement suivie par la France puis par les autres membres de la zone Euro, a proposé de pérenniser l'expérience en reformant ce fonds pour le rendre permanent. C'est ainsi que le 21 mars 2011, les ministres des finances de la zone euro sont parvenus à un accord portant sur la création d'un mécanisme européen de stabilité (MES) qui assurera de manière permanente une aide aux pays endettés. Le MES, qui devrait être mis en place dès mi-2013, sera doté de 700 milliards (pour une capacité d'intervention de 500 milliards), dont 80 milliards de capitaux apportés directement par les Etats afin de garantir la notation AAA des 620 milliards d'euros d'obligations qui y seront émises. Si les termes et les conditions des

prêts déjà effectués en direction de la Grèce et de l'Irlande n'ont pas subi de modifications, les taux d'intérêt des prochains prêts envers les éventuels Etats en difficulté sont encore plus bas que ceux du FESF, qui étaient déjà en dessous de ceux du marché obligataire.

Le financement du capital de 80 milliards d'euros est quant à lui reparti entre les Etats en fonction de leurs dotations actuelles auprès de la BCE. Les décisions d'octroi d'aide seront décidées à l'unanimité par les ministres des finances, toujours sous la condition que l'Etat candidat aux aides procède à un ajustement économique et fiscal à l'issue d'une étude réalisée conjointement par la Commission Européenne, le FMI et la BCE sur la solvabilité de sa dette.

### 3.5 Autres fonds dans le monde

En dehors des fonds précités, d'autres existent aussi dans le monde. Selon, les estimations du Sovereign Fund Wealth Institute (figure 1), ils se répartissent comme suit : 43% au moyen orient, 39% en Asie, 11% en Europe et le reste est répartie entre l'Amérique du Nord, l'Amérique latine et l'Afrique.



En dépit de poids relativement faible, les actifs de ces fonds peuvent atteindre un peu moins de 10 000 milliards de dollars en 2015, selon les estimations récentes de Morgan Stanley, publiées en novembre 2008. Par ailleurs, leurs poids sur les bourses mondiales ne cessent d'augmenter ; le premier investisseur de CAC 40 est le fonds souverain norvégien avec 5 milliards de dollars investis.

Les différentes expériences relatées nous édifient clairement sur le rôle et la mission que les fonds de stabilisation peuvent jouer notamment lutter contre l'instabilité macroéconomique.

Ils peuvent :

- défendre la parité d'une devise contre la dévaluation ou la dépréciation d'une monnaie ;
- réduire les pressions inflationnistes ;
- sécuriser les économies contre la volatilité des revenus des exportations des matières premières ;
- offrir une assistance financière aux Etats membres d'une Economie.

## **VI. Justification de la mise en place d'un fonds de stabilisation dans la zone CEDEAO**

Il n'y a aucune raison pour que les pays de la CEDEAO ne trouvent pas un moyen de se protéger. Bien entendu, cette protection devrait passer par la mise à disposition de fonds supplémentaires pour absorber les chocs exogènes.

### 1. Vulnérabilité des économies des pays de la CEDEAO

L'économie des pays membres de la CEDEAO est une économie extravertie. Les ressources de ces derniers dépendent pour l'essentiel des exportations des matières premières. Cette caractérisation de l'économie régionale fait qu'elles sont très volatiles et dépendent de l'environnement commercial international. Ces pays dépendent également en grande partie des produits pétroliers dont les prix sur le marché international pèsent lourdement sur leurs importations. L'expérience du passé nous montre que les effets du prix du pétrole sont très significatifs. Une étude du FMI de 2000 a calculé qu'une augmentation du prix de 5\$ par baril pendant un an pouvait accroître le déficit commercial d'un pays tel que le Mali (parmi le groupe des pays les plus affectés) de 1,25%. Ceci devant être ajouté au déficit existant de l'époque qui se montait à 15% du PNB (IMF, 2000 ; The Impact of Higher Oil Prices on the Global Economy ; IMF; 2000).

Les pays de la CEDEAO paient le prix fort pour leurs importations de produits pétroliers. Ces pays y consacrent plus de 20% de leur PNB. En conséquence, une hausse de prix de 5% peut fortement affecter la balance des paiements de ces pays, réduisant leur PNB de plus d'un point de croissance. Etant fortement endettés, ces pays ne peuvent financer des hausses temporaires des déficits commerciaux en empruntant sur les marchés internationaux. Cela

peut les forcer à réduire rapidement leur consommation, entraînant une récession économique.

Tableau : Balance Commerciale des pays de la CEDEAO (en pourcentage du PIB)

pays	2005	2006	2007	2008	2009	2010*
Benin	-3%	-3%	-4%	-4%	-4%	-3%
Burkina	-6%	-4%	-5%	-6%	-3%	-4%
RCI	7%	8%	6%	6%	9%	8%
Bissau	-1%	-4%	-4%	-4%	-5%	-1%
Mali	-1%	1%	-2%	-3%	-1%	-1%
Niger	-4%	-3%	-2%	-4%	-7%	-2%
Senegal	-7%	-7%	-10%	-12%	-7%	-6%
Togo	-12%	-7%	-6%	-6%	-6%	-6%
Nigeria	20%	21%	18%	28%	15%	18%
Sierra Leone	-7%	-4%	-5%	-9%	-9%	-7%
Gambie	-19%	-17%	-17%	-7%	-9%	-8%
Guinée				-1%	0%	1%
Ghana	-24%	-24%	-27%	-34%	-17%	-21%
Cap vert				-33.67	-36.89	-38.01
Liberia	-30%	-45%	-42%	-60%	-52%	-53%

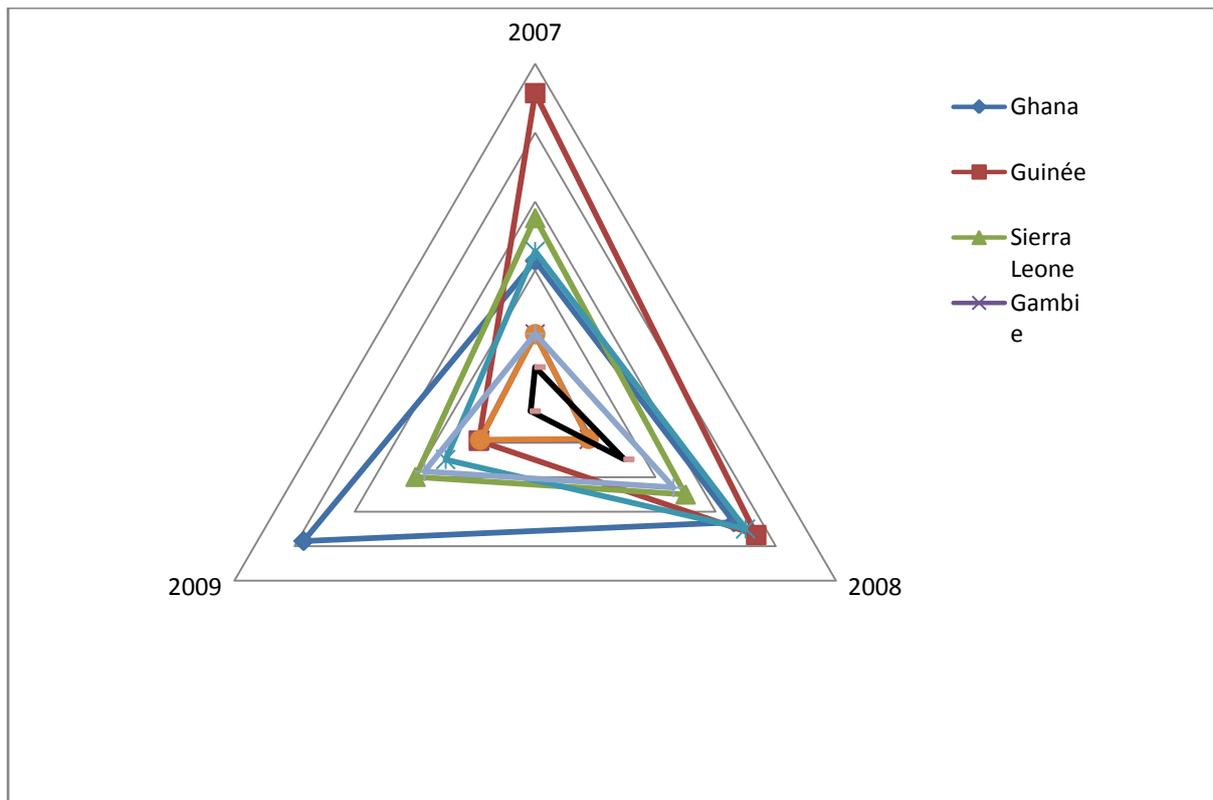
Source : Banques Centrales

L'étude de la balance commerciale des pays de la CEDEAO montre un certain nombre de tendances inquiétantes excepté pour le Nigeria et la Côte d'Ivoire qui sont les deux grandes économies de la sous région ouest africaine. Le premier est le premier pays exportateur de pétrole en Afrique et le second est le premier pays exportateur de cacao. Les autres pays dépendent de l'exportation de produits de l'agriculture et de produits miniers non transformés. Ces dernières années, les prix de ces biens ont suivi une tendance à la baisse tandis que le prix du pétrole brut a augmenté, ce qui indiquerait une dégradation des termes de l'échange.

Enfin, la vulnérabilité de ces pays à la hausse du prix du brut est exacerbée par leur capacité limitée à utiliser des ressources énergétiques, moins affectées par des hausses de prix subites.

La combinaison des facteurs précédents a affecté l'inflation des pays plus rapidement, ce qui a tendance à fragiliser les monnaies locales.

**Graphique :** le niveau d'inflation des pays de la CEDEAO durant la crise de 2008



En 2007, seule la Guinée avait une inflation de plus de 20%. Cependant, en 2008, début de la crise internationale, d'autres pays sont pointés du doigt. Il s'agit du Liberia, du Nigeria, de la Sierra Leone. Même la zone UEMOA qui nous a habitué aux faibles taux, n'est pas exempte de cette pression inflationniste, car le taux d'inflation est de 7,4% en 2008, largement au dessus du critère de 3% fixé par la zone.

Cette situation inflationniste peut entraîner une dévaluation ou dépréciation de la monnaie, qui pourrait alourdir le service de la dette et à son tour créer un risque de défaut de paiements (une crise de la dette), comme ce fut le cas en Grèce. Même si la situation de la dette semble être maîtrisée dans l'espace CEDEAO, force est de constater que le niveau d'endettement extérieur de l'ensemble des pays de la région dépasse souvent les 50% du PIB surtout pour la zone UEMOA dont le taux de l'encours de la dette extérieure passe de 51,9% du PIB en

2009 à 49,3% en 2010. Dans les pays de la ZMAO, l'encours de la dette extérieure nigériane se situe à 4,578.77 millions de dollars US en 2010 ( 7,7 % du PIB), soit une hausse de 16% comparée à 2009. En Gambie la dette totale interne a connu une hausse de 18,9% en 2010 et a représenté 30,2% du PIB. Quant à la dette extérieure, elle a accru de 8,7% et représente 39,9% du PIB. Pour le Ghana, la dette publique représente 64, 8% du PIB avec 33,5% du PIB de dette externe. Le stock de la dette publique de la Sierra Leone représente 54% du PIB dont 767,86 millions de dollars de dette externe. La dette a connu une hausse de 23,8% en 2010. Quant au Libéria le stock de la dette se situe à 61,04% du PIB.

**Tableau - Indicateurs de la dette extérieure**

	Dette extérieure totale (en pourcentage du PIB)			Service de la dette (en pourcentage des exportations de biens et services)		
	2008	2009*	2010 **	2008	2009 *	2010 **
	<b>AFRIQUE</b>	<b>21,3</b>	<b>23,6</b>	<b>22,7</b>	<b>10,6</b>	<b>14,1</b>
<b>CEDEAO/ECOWAS</b>	<b>17,4</b>	<b>19,3</b>	<b>17,6</b>	<b>2,4</b>	<b>3,2</b>	<b>5,5</b>
<b>UEMOA</b>	<b>47,5</b>	<b>51,9</b>	<b>49,3</b>	<b>6,0</b>	<b>6,9</b>	<b>9,7</b>
Bénin	12,1	15,2	16,7	2,9	3,7	3,5
Burkina Faso	19,6	24,1	26,7	6,1	6,0	4,7
Côte d'Ivoire	79,1	82,1	78,8	9,3	10,1	8,7
Guinée Bissau	225,5	238,1	91,2	3,0	2,6	221,0
Mali	21,2	24,5	25,2	3,0	3,4	2,8
Niger	14,0	16,4	16,9	1,9	2,0	2,0
Sénégal	41,5	50,9	51,8	5,1	7,2	6,7
Togo	51,9	53,2	29,9	2,8	6,2	5,6
<b>ZMAO/WAMZ</b>	<b>8,1</b>	<b>9,2</b>	<b>7,7</b>	<b>1,3</b>	<b>1,9</b>	<b>4,1</b>
Gambie	37,1	43,6	44,6	31,0	32,8	33,8
Ghana	37,4	49,4	54,1	4,7	7,7	5,6
Guinée	66,3	64,8	19,9	9,5	7,9	147,6

Liberia*	432,6	290,1	14,7	0,0	0,0	0,0
Nigeria	2,2	3,0	3,0	0,7	1,2	0,8
Sierra Leone	33,1	36,0	36,9	2,3	3,5	5,4
<b>Autre (Cape Vert)</b>	55,4	61,3	63,0	16,5	20,8	20,9

Sources : BCEAO, ZMAO et FMI

La situation des économies de la CEDEAO s'est aussi empirée avec l'évolution des soldes budgétaires globaux. En effet, depuis 2006, le déficit ne cesse d'augmenter passant de 2,4% du PIB en 2008 à 3,2% du PIB en 2009, 3,9% du PIB en 2010. Hors dons, la situation est plus compliquée, montrant ainsi la dépendance de nos pays aux dons. Dans la zone UEMOA, par exemple en 2010, à part la Côte d'Ivoire, le Bénin et le Togo, les autres pays ont des taux qui sortent du corridor (4% du PIB). Dans la zone ZMAO, le Nigeria et le Liberia ont des positions plutôt favorables. Le premier pays est spécialisé dans les produits pétroliers tandis que le second applique le respect de la contrainte budgétaire qui impose un ajustement des dépenses et des recettes.

**Tableau - Déficit budgétaire – dons compris - CEDEAO (pourcentage du PIB)**

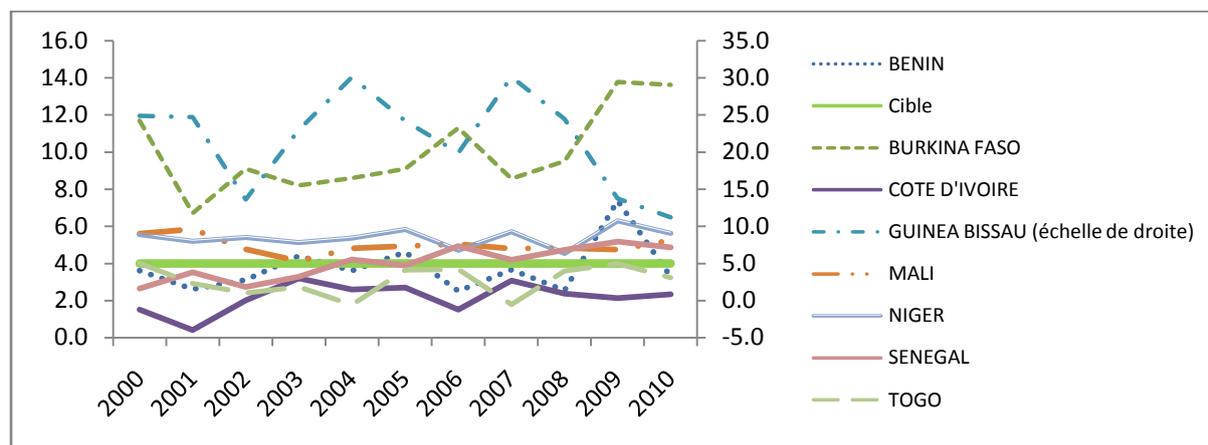
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010*	2011**
<b>AFRIQUE</b>	-	-	-	-	-	-	2,2	4,4	3,3	1,9
<b>CEDEAO</b>	5,4	3,8	3,2	3,0	2,8	2,9	2,4	3,2	3,9	3,6
<b>UEMOA</b>	3,8	4,4	4,8	5,1	4,8	5,0	4,5	2,5	3,2	3,2
• BENIN	3,1	4,4	3,6	3,6	2,5	1,8	3,5	4,9	2,5	2,6
• BURKINA FASO	9,1	8,2	8,6	8,6	10,5	12,1	8,3	6,2	7,5	3,5
• COTE D'IVOIRE	2,0	3,2	2,6	3,1	1,5	1,4	2,2	-0,9	1,6	2,2
• GUINEA BISSAU	13,6	23,0	30,1	30,1	18,7	13,7	12,2	-1,8	1,1	1,1
• MALI	6,9	5,3	7,0	7,0	7,1	7,9	5,6	2,8	4,4	3,8
• NIGER	8,5	7,8	8,4	8,4	6,4	6,7	4,2	5,7	2,8	0,7
• SENEGAL	1,8	3,2	5,5	5,5	6,8	7,1	7,2	4,9	4,6	5,8
• TOGO	1,0	1,8	-0,6	0,6	4,0	2,3	2,3	0,6	-0,6	2,7
<b>ZMAO</b>	6,2	3,4	2,4	1,8	1,7	2,3	1,8	3,5	4,0	3,7
• GAMBIA	9,1	5,2	9,9	8,4	2,7	1,0	2,7	4,0	2,9	8,6

• GHANA	8,3	7,5	8,1	6,9	12,9	14,5	19,5	4,3	4,1	3,9
• GUINEA	6,2	8,8	5,9	1,6	2,0	0,9	1,7	7,5	14,0	6,6
• LIBERIA	1,0	3,7	4,4	0,9	-3,0	3,4	2,0	-1,1	-6,6	2,0
• NIGERIA	5,9	2,8	1,7	1,3	0,6	1,2	0,2	3,3	3,8	3,5
• SIERRA LEONE	16,5	19,4	14,3	9,5	8,5	5,0	7,1	2,7	6,1	8,4
CAP - VERT	10,5	9,1	8,4	11,4	10,4	3,6	6,5	6,8	12,0	13,6

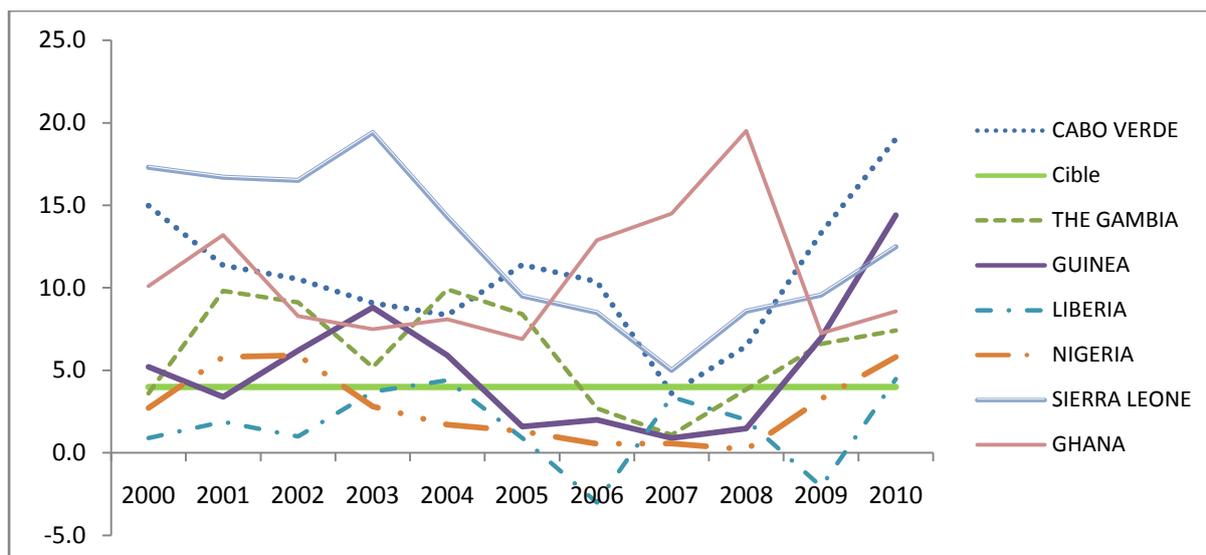
Sources : BCEAO, ZMAO et FMI

## Graphique : Evolution des déficits budgétaires des pays de la CEDEAO (2000-2010)

### Zone UEMOA



### Zone ZMAO



Au total les chocs externes sont très préjudiciables à la croissance. Ils aggravent la pauvreté et ont une incidence négative sur les soldes budgétaires et extérieurs. La mise en place d'un fonds de stabilisation s'avère nécessaire pour pallier aux problèmes récurrents qui touchent les pays membres. Ce fonds, à l'image de ceux des autres zones d'intégration va permettre de prêter de l'argent aux pays de la CEDEAO en difficulté (par des emprunts au nom de la Commission, des garanties des Etats membres et des marges dans le budget communautaire). Ce fonds pourra également être utilisé pour protéger les monnaies contre les risques d'attaque spéculative, entre autres.

## 2. Impact du fonds sur la stabilité macroéconomique des pays de la CEDEAO

La stabilité économique et financière est un souci à la fois national et international. Comme le montre l'expérience récente dans les différentes crises, les économies sont devenues de plus en plus interdépendantes. Les problèmes qui surgissent dans une économie apparemment isolée d'une autre peuvent se répercuter sur celle-ci et s'étendre par-delà les frontières. La situation économique et financière mondiale peut avoir une profonde incidence sur l'évolution de la plupart des économies nationales. Autrement dit, au regard de la stabilité économique et financière, il n'y a pas de pays «insulaire». La mise en place d'un fonds de stabilité financière dans l'espace CEDEAO pourra apporter la stabilité dans la région.

### a/ Impact sur la viabilité intérieure

La création d'un fonds de stabilisation permet de résoudre des problèmes causés par les chocs exogènes. En effet, la question des chocs exogènes et leurs impacts dans les pays africains

posent le problème de la vulnérabilité des économies de nos Etats. Durant les trois dernières années (2007-2009), les pays africains ont été confrontés à une série de chocs successifs, principalement, d'origine extérieure. Les économies de ces pays sont fragiles et vulnérables à de tels chocs exogènes qui affectent significativement leurs performances économiques. Selon les analyses économétriques, il se dégage une forte corrélation entre chocs exogènes et variables macroéconomiques. En effet, outre la destruction du capital et les pertes de revenus, les chocs exogènes peuvent avoir des répercussions indirectes sur une économie : baisse de la production et de l'investissement, déséquilibres macroéconomiques, détérioration des indicateurs de la dette publique.

Pour contrer avec plus d'efficacité les chocs exogènes, les fonds de stabilisation apportent, sur la base de critères déterminés, des aides sous forme de prêts remboursables à des taux concessionnels. Ces formes d'aide rapide et de compensation financière permettraient de réagir aux besoins les plus urgents et de sauvegarder les équilibres macroéconomiques nécessaires à la reconstruction économique suite aux chocs exogènes. Ils peuvent aussi intervenir lorsqu'un pays membre enregistre une perte de ces recettes d'exportation et une aggravation de son déficit budgétaire en lui apportant un appui financier additionnel. On peut également solliciter un fonds de stabilisation quand un Etat membre a des difficultés pour faire face aux chocs pétroliers comme ce fut le cas en 2008 où la plupart des pays ont connu des pressions inflationnistes.

#### b/ Impact sur la viabilité extérieure

L'équilibre extérieur fait partie des objectifs de politique économique aux côtés de la croissance économique, de la baisse du chômage et de la maîtrise de l'inflation. En effet, la persistance d'un déficit extérieur se traduirait par une perte de compétitivité de l'économie et dont les conséquences entraveraient la réalisation des trois autres objectifs de politique économique (croissance, stabilité des prix, emploi). La mise à disposition de fonds de stabilisation permettrait de compenser les pertes subies dans les exportations des produits primaires qui entraînent régulièrement les déficits des balances commerciales de la plupart des pays d'Afrique sub-saharienne.

Le Fonds peut intervenir sur le marché des changes, de telle manière que les cours des différentes monnaies de la CEDEAO ne s'écartent pas de la parité définie. En cas de déséquilibre de la balance des paiements d'un pays risquant de menacer l'équilibre monétaire sur le marché des changes, le pays membre peut obtenir un financement (dont la quote-part

serait déterminée par les autorités), lui permettant de soutenir, par l'achat, sa monnaie nationale. Ses prêts sont censés permettre au pays concerné de défendre sa monnaie<sup>2</sup> sur le marché des changes.

## **IV Modalités et fonctionnement d'un Fonds de stabilisation pour les pays de la CEDEAO**

### **4.1 Création et Principes du Fonds**

Un Fonds régional de stabilité (FRS) devra être mis en œuvre dans les meilleurs délais. Cet instrument intergouvernemental aura pour objet de refinancer des États membres de la zone CEDEAO. L'intervention du FRS doit s'accompagner d'une participation du secteur privé, conformément aux pratiques du FMI. Afin de faciliter la participation du secteur privé, des clauses d'action collectives identiques et standardisées seront, par ailleurs, introduites dans toutes les obligations souveraines de la zone CEDEAO pour des maturités dépassant un an.

Pour la mise en place de ce fonds, deux schémas peuvent être appliqués :

- La création d'une entité nouvelle par les États membres de la zone CEDEAO dénommée FRS;
- L'élargissement du Fonds Régional de Développement de la CEDEAO de la BIDC en augmentant le capital et en redéfinissant les objectifs et les domaines d'activités.

---

<sup>2</sup> Il s'agit des pays de la ZMAO qui sont dans un régime de change flottant.

## **4.2 But du Fonds**

Le but du FRS serait d'apporter une assistance financière aux États de la zone CEDEAO qui seraient touchés ou menacés par de sévères difficultés financières afin de sauvegarder la stabilité financière de la zone CEDEAO dans son ensemble.

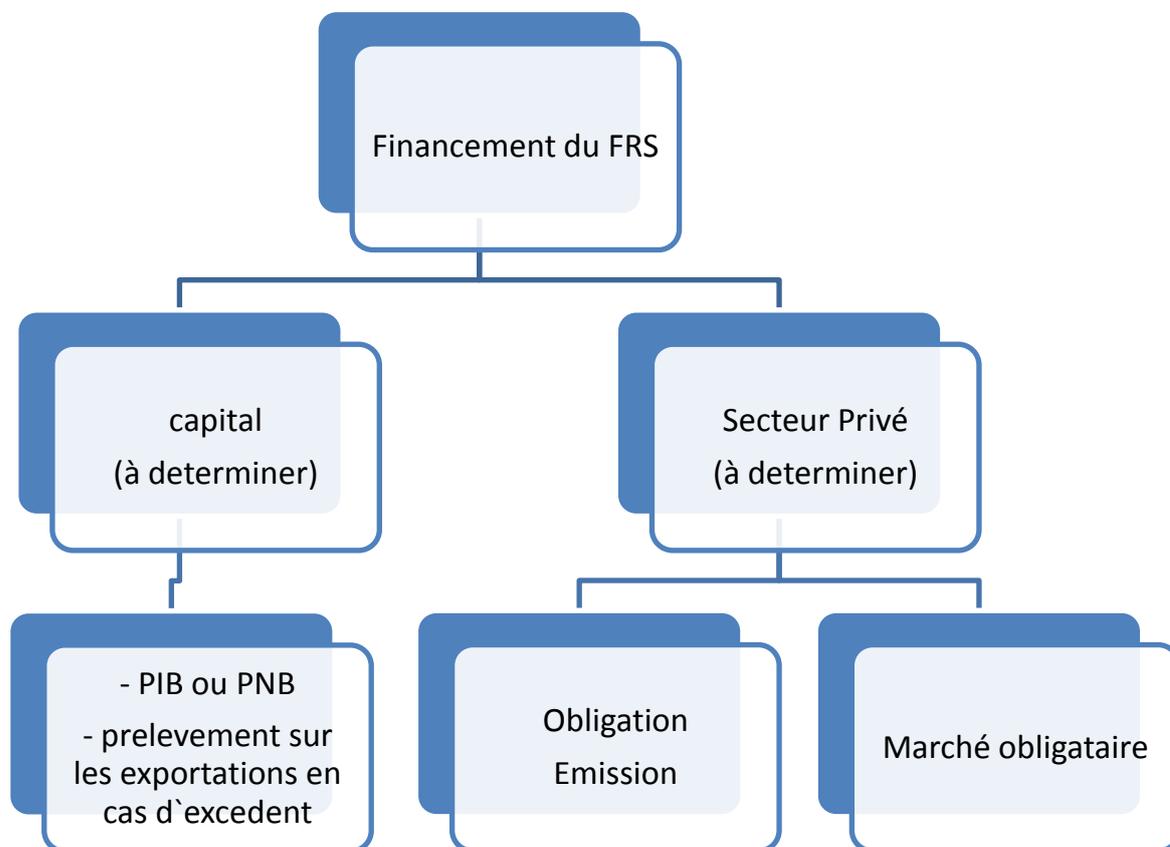
Les décisions les plus importantes seront prises par consensus par un Comité composé des Ministres des Finances de la zone CEDEAO et des Gouverneurs des Banques Centrales. Ce consensus se fera sur la base d'une analyse de soutenabilité de la dette de l'État membre concerné, réalisée par les autorités des pays membres. Chaque pays doit disposer d'un droit de veto pour garantir la transparence dans la gestion du fonds.

## **4.3 Mécanisme de Financement du Fonds**

Le fonds, une fois créé, doit disposer d'une capacité d'intervention financière suffisante pour mener à bien sa mission. Le financement doit provenir des Etats membres (le capital) et du privé (émission d`obligation). La clef de répartition devrait être déterminée par les autorités et en fonction du montant arrêté.

- Concernant le financement du capital, chaque État contribuera au capital du FRS en fonction de son niveau de développement (ex. PIB ou PNB du pays).
- Pour la participation du secteur privé, le fonds pourra émettre des Obligations, à travers les marchés boursiers de la région, qui pourront par la suite être prêtées aux Etats en difficulté de la CEDEAO. Ces obligations seront garanties par les Etats, notamment par ceux dont la dette souveraine sera appréciée par les agences de notation. Cependant, il faut noter que tous les pays ne disposent pas de marchés boursiers. Donc, un accord juridique doit être trouvé permettant aux grandes bourses telles que la Nigérian Stock Exchange, la Ghana Stock Exchange, la Bolsa de Valores, la BRVM d'émettre des obligations dans l'ensemble des pays de la CEDEAO pour la mobilisation de ce fonds.

## Graphique : Plan de Financement du FRS



Pour déterminer la taille financière du fonds et sa base de calcul, plusieurs facteurs peuvent être pris en compte :

- Le PIB pays est un indicateur pertinent dans la sous-région ;
- La taille totale du secteur financier de la CEDEAO ;
- Les coûts de résolution d'une crise passée et les tailles de fonds proposées dans d'autres juridiction ;
- La facilité d'implémentation de l'approche de calcul, sa transparence et sa facilité de communication aux parties prenantes et au public.

### 4.3.1 Constitution du capital

Pour la constitution du capital, un taux de 0,5% peut être appliqué au PIB de chaque pays membres. Ce qui donne par exemple en 2010, le montant de contribution égal à 1453,05 millions de US dollars (confère Tableau ci-dessous).

**Tableau : Simulation des Contributions annuelles au FRS (EN millions de USD)**

<b>Pays membres de la CEDEAO</b>	<b>PIB en 2010<sup>3</sup></b>	<b>Contributions 0,5%</b>
Bénin	6,561.78	32.81
Burkina	6,647.77	33.24
RCI	22,942.21	114.71
Guinée B	828.34	4.14
Mali	9,370.05	46.85
Niger	5,579.60	27.90
Sénégal	12,837.97	64.19
Togo	3,185.18	15.93
Gambie	960.11	4.80
Ghan	18,206.96	91.03
Guinée	4,713.06	23.57
Nigeria	194,319.82	971.60
Liberia	824.50	4.12
Sierra Leone	2,146.61	10.73
Cap	1,487.98	7.44
<b>total</b>	<b>290,611.94</b>	<b>1453.06</b>

Si le montant annuel collecté s'avère insuffisant, les contributions peuvent porter sur une période donnée de 3 ans.

**Ce qui va donner 1453,05 US dollars x 3 = 4 milliards 359 millions de dollars US**

<sup>3</sup> Le choix du PIB 2010 n'est qu'indicatif. On pouvait choisir une autre année.

### **4.3.2 Participation du secteur privé**

Afin d'assurer que le fonds puisse entrer en action dès sa création et afin d'éviter que les contributions totales à fournir par les pays pèsent sur le fonctionnement, il est proposé la structure suivante :

- Chaque Banque Centrale accorde dès le début un crédit au fonds à concurrence du montant total de ses exigences en contribution ;
- les banques commerciales émettent en même temps des obligations à hauteur du montant de crédit précité. Ces obligations seront souscrites intégralement par le fonds de stabilité qui, à son tour, mettra les montants reçus à la disposition des Etats en difficulté;
- Il importe de s'assurer que les crédits initiaux et les obligations émises par les banques commerciales forment une unité économique et puissent ainsi être compensés entre eux en cas de besoin ;
- Par ailleurs, d'un point de vue surveillance prudentielle, le traitement de cette transaction (crédit et émission d'obligations) dans le cadre des règles de liquidité, de solvabilité et de crédits importants seront à fixer. De plus, les taux d'intérêt applicables aux deux volets de la transaction seront déterminés en temps opportun

Si ces moyens financiers se révèlent insuffisants en cas de problème de financement pour un pays, une deuxième étape sera applicable. Pour cela, le FRS devra avoir mis en place des mécanismes de financement de remplacement, qui lui permettront de se procurer des fonds à terme pour être en mesure d'honorer ses engagements. Une garantie d'Etat facilitera la capacité de refinancement sur les marchés.

### **4.4 Fonctionnement du Fonds**

Sur le plan opérationnel, le Fonds s'il s'agit d'une nouvelle création, devra avoir un Directeur Général et un Conseil d'Administration qui comprend des cadres supérieurs représentant les 15 Etats membres de la zone CEDEAO, dont des Ministres des Finances et des Gouverneurs des Banques Centrales ainsi que des responsables économiques. En outre, le fonds pourra faire appel à des personnes expérimentées dans la gestion d'entreprise du secteur bancaire, pour mieux attirer le secteur privé dans le projet.

## **Conclusion**

Les fonds de stabilisation sont devenus des acteurs incontournables pour préserver la stabilité financière d'un pays ou d'une zone donnée. La plupart des études estiment que les fonds jouent un rôle majeur dans l'équilibre financier. Ils sont généralement mis en place en cas de crise comme ce fut le cas dans la zone euro. Ils sont également créés pour lutter contre les chocs exogènes. Cependant, un fonds de stabilisation doit être une entité « indépendante » avec un mandat précis et un cadre institutionnel fort.

Dans la zone CEDEAO, il est urgent de créer ce fonds pour faire face aux éventuels problèmes financiers auxquels les pays membres pourraient être confrontés. Ces derniers se sont lancés dans une dynamique d'intégration économique et monétaire qui stipule le respect d'un certain nombre de critères dits de convergence afin d'aboutir à la création d'une monnaie unique d'ici 2020. Parmi ces pays, certains sont en parité fixe<sup>4</sup> et d'autres en parité flexible. La création d'un fonds de stabilisation opérationnelle va permettre aux pays membres de la sous région CEDEAO d'amoinrir les chocs futurs de stabiliser leur cadre macroéconomique qui est un aspect important pour une union monétaire fiable. La mise en place d'un fonds de stabilité devrait être une opportunité non seulement pour corriger les erreurs antérieures enregistrées dans le fonctionnement des fonds précédents, comme le fonds de garantie et de crédit de l'ancienne Chambre de Compensation, mais aussi de bénéficier des avantages du système financier.

## **ANNEXES**

**Tableau : Déficits budgétaire hors dons des pays de la CEDEAO**

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>BENIN</b>	3.6	2.6	3.1	4.4	3.6	4.6	2.5	3.6	2.5	7.4	3.3	5.9
<b>BURKINA FASO</b>	11.7	6.7	9.1	8.2	8.6	9.1	11.3	8.6	9.5	13.8	13.6	9.1
<b>CABO VERDE</b>	15.0	11.4	10.5	9.1	8.4	11.4	10.4	3.6	6.5	13.3	19.0	19.2
<b>COTE D'IVOIRE</b>	1.5	0.4	2.0	3.2	2.6	2.7	1.5	3.1	2.4	2.1	2.3	2.5
<b>THE GAMBIA</b>	3.6	9.8	9.1	5.2	9.9	8.4	2.7	1.1	3.8	6.6	7.4	5.0
<b>GHANA</b>	10.1	13.2	8.3	7.5	8.1	6.9	12.9	14.5	19.5	7.2	8.6	6.4
<b>GUINEA</b>	5.2	3.4	6.2	8.8	5.9	1.6	2.0	0.9	1.5	7.0	14.4	5.1
<b>GUINEA BISSAU</b>	24.9	24.7	13.6	23.0	30.1	24.2	19.9	30.1	24.5	13.8	11.2	11.3
<b>LIBERIA</b>	0.9	1.9	1.0	3.7	4.4	0.9	-3.0	3.4	2.0	-2.0	4.5	4.5
<b>MALI</b>	9.0	9.6	6.9	5.3	7.0	7.3	7.6	7.0	7.1	6.9	8.1	8.0

<sup>4</sup> Il s'agit de la zone FCFA qui comprend : le Sénégal, le Mali, le Benin, la Cote d'Ivoire, le Togo le Niger, le Burkina Faso et la Guinée Bissau.

<b>NIGER</b>	8.9	8.0	8.5	7.8	8.4	9.6	6.8	9.3	6.4	10.7	9.0	7.2
<b>NIGERIA</b>	2.7	5.8	5.9	2.8	1.7	1.3	0.5	0.6	0.2	3.3	5.8	5.8
<b>SENEGAL</b>	1.6	3.8	1.8	3.2	5.5	4.7	7.3	5.5	6.8	7.9	7.1	8.1
<b>SIERRA LEONE</b>	17.3	16.7	16.5	19.4	14.3	9.5	8.5	5.0	8.6	9.6	12.5	12.7
<b>TOGO</b>	5.0	2.3	1.0	1.8	-0.6	4.1	4.2	-0.6	4.0	5.0	3.1	6.5
<b>UEMOA</b>	<b>5.0</b>	<b>4.3</b>	<b>3.8</b>	<b>4.4</b>	<b>4.9</b>	<b>7.8</b>	<b>5.0</b>	<b>7.9</b>	<b>5.2</b>	<b>6.5</b>	<b>5.9</b>	<b>6.1</b>
<b>ZMAO</b>	<b>3.4</b>	<b>6.4</b>	<b>6.2</b>	<b>3.4</b>	<b>2.4</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>	<b>1.7</b>	<b>1.8</b>	<b>3.7</b>	<b>6.2</b>	<b>5.9</b>
<b>ZMAO hors en Nigeria</b>	<b>8.9</b>	<b>10.3</b>	<b>8.3</b>	<b>8.7</b>	<b>8.0</b>	<b>5.5</b>	<b>8.8</b>	<b>9.1</b>	<b>12.5</b>	<b>7.3</b>	<b>10.6</b>	<b>6.4</b>
<b>CEDEAO</b>	<b>4.0</b>	<b>5.7</b>	<b>5.4</b>	<b>3.8</b>	<b>3.3</b>	<b>3.8</b>	<b>2.7</b>	<b>3.7</b>	<b>2.9</b>	<b>4.6</b>	<b>6.2</b>	<b>6.0</b>
<b>CEDEAO hors Nigeria</b>	<b>6.1</b>	<b>5.9</b>	<b>5.0</b>	<b>5.6</b>	<b>5.7</b>	<b>7.2</b>	<b>6.0</b>	<b>8.1</b>	<b>7.1</b>	<b>6.7</b>	<b>7.3</b>	<b>6.4</b>

Source : WAMA

## **Références bibliographiques**

- Aglietta, et Rigot S., (2009) : « Crise et rénovation de la finance ». Odile Jacob, Paris.
- Achour A., Cometto H., Descamps S., Hammoud C., Lacoye-Mateus A., (2007) : « les fonds souverains : la conquête de la politique par la finance » Ecole de guerre économique. Décembre
- D Nederlandsche Bank., (2008) : « une menace pour la stabilité financière ? » Problèmes Economiques n° 2951, juillet p : 17-19
- FMI (2007), « Rapport du FMI sur la stabilité financière dans le Monde ». Octobre
- Jeffrey Davis, Rolando Ossowski, James Daniel et Steven Barnett, « Les fonds pétroliers des problèmes sous couvert de solutions ? », décembre 2001

- Wyplocz C (1999), « International Financial Instability », in I Kaul, I Grunberg, et M.A. Stern (Dir), Global Public Goods, PNUD, Oxford University Press.