



Stérilisation au Botswana : Coût, Pérennité Et Efficacité

*Ita Mannathoko*¹

Août 2020 / No. 690

Résumé

Si le Botswana a fait preuve d'une bonne gouvernance, il a également eu sa part de défis à relever. Ce document examine les raisons pour lesquelles la politique monétaire du pays n'a pas réussi à contrôler l'inflation dans la décennie 2000 et explore les préoccupations correspondantes concernant le coût budgétaire de la stérilisation monétaire, la faible autonomie de la politique monétaire et l'appréciation du taux de change réel. Les conclusions fournissent une explication aux résultats sous-optimaux de la politique monétaire du Botswana qui remettent en cause l'histoire populaire. Des équations comptables sont utilisées pour estimer

1 Ita Mannathoko, Gaborone Botswana

le coût net et la durabilité des interventions de stérilisation et pour compiler un indice d'autonomie de la politique monétaire, tandis que l'estimation simultanée d'équations utilisant des régressions des moindres carrés à deux niveaux pour une fonction de réponse de la politique monétaire et une équation de flux de capitaux fournissent des mesures de l'ampleur de la stérilisation et des flux compensatoires avant et après la grande récession. Les résultats montrent comment une série de décisions politiques prises à partir de 1999 ont conduit (en l'absence de contre-mesures appropriées) à une perte substantielle de l'autonomie de la politique monétaire, à d'importants flux de capitaux compensatoires, à des coûts de stérilisation insoutenables, à une inflation élevée et à une appréciation du taux de change réel. Dans le cadre de la grande récession, les pressions excessives sur les liquidités se sont à présent atténuées et les apports compensatoires ont diminué, réduisant ainsi le besoin de stérilisation. Les récents transferts vers le compte courant liés aux importations de diamants (union douanière) ont permis l'accumulation de réserves et le rétablissement de l'autonomie de la politique monétaire. Toutefois, ces conditions actuelles de renforcement de l'autonomie de la politique monétaire restent trop dépendantes de l'industrie du diamant et pourraient ne pas être durables. Une solution à long terme est toujours nécessaire, car les entrées provenant d'importants excédents commerciaux pourraient reprendre à l'avenir.

Introduction

Les exportateurs à fort potentiel de ressources minérales doivent relever le défi de gérer d'importants flux monétaires à travers le compte courant. Pour de nombreux pays en développement exportateurs de minerais riches en ressources naturelles, les importantes rentrées de fonds par le biais du compte courant proviennent d'un seul secteur. Dans de tels cas, l'utilisation d'un régime de taux de change géré, parallèlement à des interventions de stérilisation pour éviter une inflation excessive, une appréciation excessive de la monnaie et une perte de compétitivité, est bien établie, tant dans la pratique que dans la littérature néerlandaise sur le syndrome.

En rattachant ou ciblant autrement le taux de change par des interventions sur le marché des changes, les décideurs politiques peuvent contribuer à limiter les tendances du syndrome hollandais et éviter d'exercer une pression à la hausse (appréciation) sur la monnaie nationale, en déplaçant la production nationale par des importations de biens échangeables et en diminuant la compétitivité de la fabrication nationale (Corden et Neary, 1982 ; Corden, 1984 ; Wijnbergen, 1984). Dans le même temps, les interventions de stérilisation² garantissent que les entrées importantes

2 La stérilisation fait référence aux opérations monétaires qui inversent les hausses monétaires dans l'économie. Elle peut prendre diverses formes, comme le relèvement des réserves obligatoires, le transfert des dépôts de l'État des banques commerciales à la banque centrale, les emprunts de la banque centrale auprès des banques commerciales ou la vente d'instruments de dette dans le cadre d'opérations sur le marché libre.

de devises étrangères ont un effet limité sur la base monétaire nationale. Sans stérilisation, les excédents importants des comptes courants et les entrées de capitaux pourraient générer suffisamment de liquidités excédentaires dans le système bancaire pour accélérer la croissance du crédit, provoquer l'inflation et entraîner une perte de contrôle monétaire ; ou ils pourraient faire pression sur le taux de change réel pour qu'il s'apprécie, ce qui affecterait les variables macroéconomiques d'une manière qui pourrait nuire aux objectifs politiques tels que la stabilité des prix, la stabilité des taux de change et la promotion des exportations (Fernandez-Arias et Montiel, 1995).

Cette étude présente une histoire particulièrement intéressante sur la stérilisation et l'expérience de la politique monétaire au Botswana, un pays qui est largement cité comme une réussite africaine et un modèle de gouvernance judicieuse. Les bons résultats du Botswana ne signifient toutefois pas que le pays n'a pas eu sa part de défis politiques. Cette étude analyse une période d'expériences négatives en matière de politique monétaire dans un régime de politique à deux cibles et deux instruments. Elle fournit des enseignements utiles pour le Botswana et d'autres pays en développement riches en ressources sur l'importance de mécanismes de transmission bien définis et d'une structuration et d'une coordination minutieuses des décisions de politique macroéconomique. Il illustre également l'influence significative que les ressources des fonds de pension peuvent avoir sur les résultats de la politique monétaire dans un pays en développement et montre comment le mode de gestion de ces ressources est important pour la politique monétaire.

Objectifs

Cette étude est inspirée par la nécessité de mieux comprendre l'expérience du Botswana en matière de stérilisation lors d'importants excédents de la balance courante et d'importants épisodes d'afflux de capitaux privés, où, outre l'incapacité de la politique monétaire à atteindre son objectif d'inflation, l'intensité croissante de la stérilisation au fil du temps a engendré un coût budgétaire et des problèmes de durabilité et d'efficacité. Une compréhension plus large de cette expérience de stérilisation pourrait aider les décideurs politiques à mieux gérer le processus de politique monétaire à l'avenir, en cas de reprise d'importants excédents des comptes courants et d'importantes entrées de capitaux privés.

L'objectif est de faire comprendre pourquoi la politique de stérilisation du Botswana n'a pas réussi à contenir l'inflation dans les années 2000, quelle était l'efficacité de cette politique, comment le coût fiscal pourrait être atténué dans des conditions similaires à l'avenir et comment la stérilisation peut être améliorée. L'étude examine les questions liées au coût fiscal, ainsi qu'à la durabilité et à l'efficacité de la stérilisation. Quel a été le coût fiscal annuel de la stérilisation depuis 1991, lorsque les opérations de marché libre ont commencé et que les certificats de la Banque du Botswana (BoBC) ont été

introduits comme instruments de stérilisation ? Quand le coût fiscal a-t-il été le plus élevé et pourquoi ? Ce coût était-il supportable ? L'autonomie de la politique monétaire a-t-elle été affectée ? La compensation des entrées de capitaux au Botswana a-t-elle entravé l'efficacité des interventions de stérilisation ? Pourquoi les résultats des politiques menées avant la grande récession (mondiale) de 2008-2009 ont-ils été si différents de ceux observés au lendemain de la grande récession ?

Afin d'aborder ces questions, l'approche de ce travail consiste à :

- (i) mesurer et suivre le coût budgétaire net de la stérilisation dans le temps, avant et après la grande récession de 2008-2009, couvrant la période de 1991 à 2014, et déterminer quand la stérilisation était viable et quand elle ne l'était plus ;
- (ii) suivre l'évolution de l'autonomie de la politique monétaire (en construisant un indice) pour la période susmentionnée et examiner sa relation avec le taux de change réel - pour examiner l'hypothèse selon laquelle la stérilisation a été limitée pour empêcher l'appréciation de la monnaie réelle à moyen terme parce que l'autonomie de la politique monétaire était de courte durée; et
- (iii) étudier la relation entre la stérilisation, les flux entrants et l'efficacité de la politique monétaire pour la période 2002 à 2015, en considérant les sous-périodes avant et après la grande récession. Cela impliquera une estimation économétrique du degré de stérilisation (coefficient de stérilisation) et du coefficient de compensation des entrées de capitaux.

Contribution potentielle

Pour autant que l'auteur ait pu le déterminer, l'approche et les méthodologies adoptées dans ce travail n'ont jamais été utilisées auparavant dans des études publiées sur la politique monétaire et la gestion de l'excès de liquidités au Botswana. D'autres études publiées n'ont pas non plus fourni l'interprétation de ce travail sur les résultats de la politique monétaire dans le pays. En plus de mesurer le coût fiscal net et la durabilité des stérilisations passées, cette étude évalue l'efficacité du processus de stérilisation ainsi que son impact sur l'autonomie de la politique monétaire. Elle mesure le degré de stérilisation des recettes des comptes courants et d'autres entrées et estime la mesure dans laquelle la compensation des entrées de capitaux peut avoir limité la capacité des mesures de stérilisation à rester efficaces. Il s'agit d'une considération importante car un impact temporaire expliquerait l'incapacité à maîtriser l'inflation ; il aurait nécessité des stérilisations répétées entraînant un coût fiscal plus important et des taux d'intérêt plus élevés. L'analyse contribuera à éclairer les futures mesures de stérilisation au Botswana.

Alors que la plupart des publications se concentrent sur la stérilisation rendue nécessaire par les importants flux de capitaux, cette étude se penche également sur la stérilisation des recettes d'exportation de minéraux qui ont alimenté les excédents des comptes courants. Elle contribue au débat sur le coût et l'efficacité de la stérilisation en examinant si une intervention stérilisée peut servir d'outil politique totalement indépendant dans une économie tirée par d'importantes recettes d'exportation de minerais. Il utilise le Botswana comme étude de cas pour analyser son expérience en matière de stérilisation des recettes minières par le biais du compte courant et des entrées de capitaux, en appliquant à la fois les équations comptables et la modélisation économétrique à la question de la stérilisation.

Expérience de la sterilization

Depuis vingt-cinq ans, le Botswana procède à des interventions de stérilisation par le biais d'opérations de marché libre. Avec la libéralisation en 1991, qui a mis fin aux contrôles directs des taux d'intérêt et à l'utilisation du compte créditeur de la banque centrale pour absorber l'excès de liquidités, les autorités monétaires ont adopté les opérations d'open market, en utilisant les ventes de certificats de la Banque du Botswana (Bank of Botswana Certificate - BoBC) pour absorber l'excès de liquidités dans le système bancaire. Comme les autorités avaient choisi un régime de taux de change fixe, les importantes injections monétaires provenant d'importants excédents commerciaux persistants ont provoqué un excédent structurel de liquidités dans le système bancaire, où les liquidités plus que la capacité d'absorption pouvaient faire grimper l'inflation.

Le Botswana a choisi d'utiliser ses recettes minières pour accroître sa capacité d'absorption et aider à établir une base pour une croissance à long terme. Néanmoins, la diversification de la production et l'obtention d'une croissance positive à long terme restent un défi permanent. Sur la période 1983/84 à 2012/13, la plupart des recettes minières ont été dépensées (WAVES/Banque mondiale, 2014). Les actifs financiers n'ont été accumulés qu'en tant que résidu des excédents budgétaires, après que les décisions de dépenses aient été prises. Le fait de laisser un résidu et de ne pas tout dépenser s'explique en partie par la capacité d'absorption nationale limitée et le risque de dépassement de la capacité de l'économie. Les dépenses publiques étaient censées respecter un indice de budgétisation durable, de sorte que les revenus minéraux étaient uniquement affectés à l'investissement dans le capital physique et humain. Les recettes minières étaient consacrées aux dépenses d'infrastructure (44 %), d'éducation (42 %) et de santé (14 %). Les recettes minérales épargnées sont comptabilisées dans le compte d'investissement du gouvernement et dans la réévaluation, les réserves détenues à la Banque du Botswana, les deux servant de contrepartie aux réserves de change dans le bilan de la Banque du Botswana.

Il y a eu un certain écart par rapport au principe de budgétisation durable. Toutefois, les réserves de change ont également été utilisées pour compléter les coûts opérationnels. À cet égard, l'épargne financière nette (nette de la dette) en tant que part du produit intérieur brut (PIB) est passée de 98 % du PIB en 2002 à moins de 20 % du PIB en 2005, reflétant les prélèvements sur l'épargne des recettes minières pour augmenter le fonds de pension des fonctionnaires. L'épargne étrangère est remontée à environ 50 % du PIB en 2008 avant de s'effriter à environ 20 % du PIB en 2012 à la suite des prélèvements effectués en réponse à la crise économique mondiale et à la grande récession (WAVES/Banque mondiale, 2014).

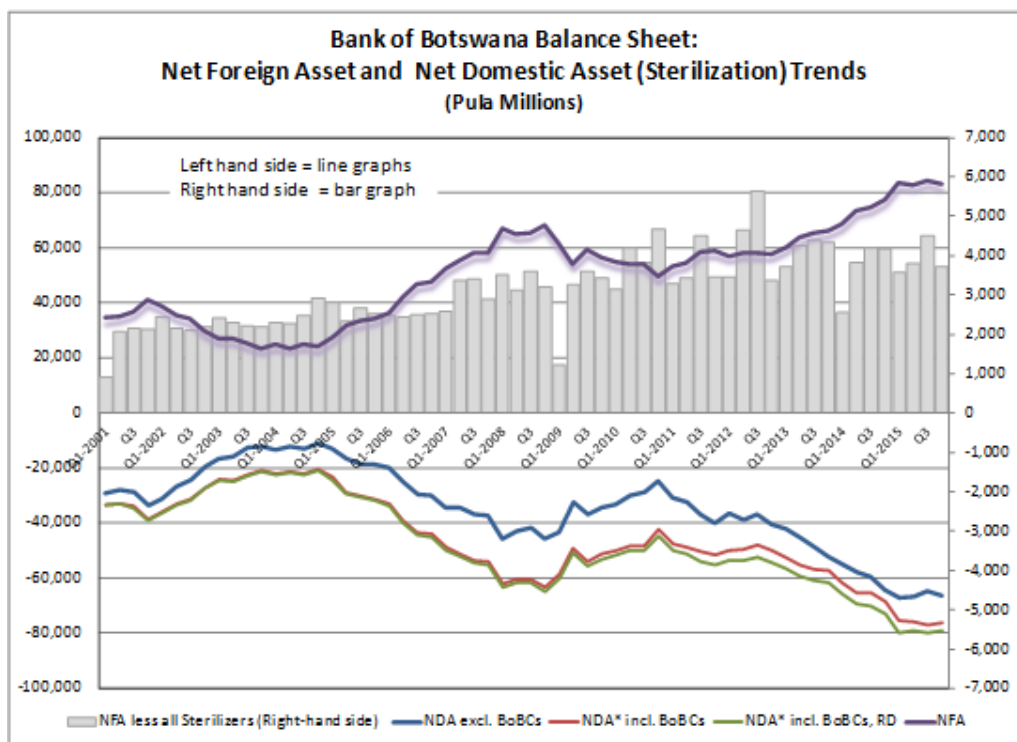
Le solde des recettes d'exportation de minéraux après les décisions de dépenses a entraîné l'accumulation de réserves de change (actifs au bilan de la banque centrale). Le graphique 1 montre le bilan de la banque centrale, et comment les actifs nationaux nets servent de contrepartie aux actifs étrangers nets. Pour les actifs intérieurs nets, en plus de détenir des dépôts du gouvernement, la banque centrale adopte des interventions de stérilisation pour compenser l'augmentation des actifs étrangers en émettant des passifs (certificats de la Banque du Botswana, BoBC). Les BoBC sont délivrés aux banques commerciales dans le cadre d'opérations de marché libre (OMO). Lorsque le gouvernement puise dans les réserves de change, il dépose à la Banque du Botswana (représentée dans le graphique 1 par "NDA excl. BoBCs"), et lorsqu'il accumule des réserves de change, ses dépôts augmentent. Au-delà des dépôts du gouvernement à la banque centrale, les autorisations de la BoBC ainsi que les réserves obligatoires et les dépôts des banques à la banque centrale ajoutent une autre couche de stérilisation et permettent de contrôler l'excès de liquidités dans le système bancaire

Sans le retrait des liquidités excédentaires du système, on s'attendait à ce que l'excédent de liquidités entraîne une baisse des taux d'intérêt à court terme avec des conséquences sur l'inflation. Le bilan du système bancaire était fondé sur les actifs, la banque centrale agissant essentiellement en tant que déposant (plutôt que prêteur) de dernier recours, prenant les "dépôts" des banques en leur vendant des titres qui apparaissaient alors comme des actifs liquides dans les bilans des banques (les banques n'avaient généralement pas besoin d'emprunter auprès de la banque centrale). La banque centrale tirait du marché le montant de liquidités correspondant à un niveau de taux d'intérêt à court terme qui affecterait comme souhaité les conditions de la demande dans l'économie (Banque du Botswana, 2015).

L'achat et la vente des BoBC ont influencé le coût et la quantité des fonds prêtables. Le principal outil de politique monétaire de la Banque du Botswana était donc son taux d'intérêt directeur dérivé des interventions de stérilisation à l'aide des BoBC. Le taux de la BoBC étant le taux directeur de facto de la Banque centrale, il a servi de référence au taux bancaire de référence qui signale aux banques commerciales de revoir leurs taux d'intérêt. Dans ce contexte, le Botswana avait à la fois une politique de taux de

change et une politique monétaire active (gestion des liquidités et stérilisation) La Banque du Botswana déclare que le régime de taux de change géré visait un taux de change effectif réel stable qui garantirait la compétitivité des producteurs nationaux de biens et services commercialisables (Banque du Botswana, 2015). Dans le même temps, l'objectif principal de la politique monétaire était de promouvoir et de maintenir la stabilité des prix (Banque du Botswana, 2015). Comme il y avait déjà un taux de change fixe, l'objectif d'inflation de la Banque du Botswana et l'objectif de taux de change réel ont été poursuivis avec les deux BoBC (opérations d'open market) et le taux de change comme instruments. Cela signifie que les deux objectifs doivent être poursuivis de manière cohérente.

Graphique 1 : Bilan de la Banque du Botswana



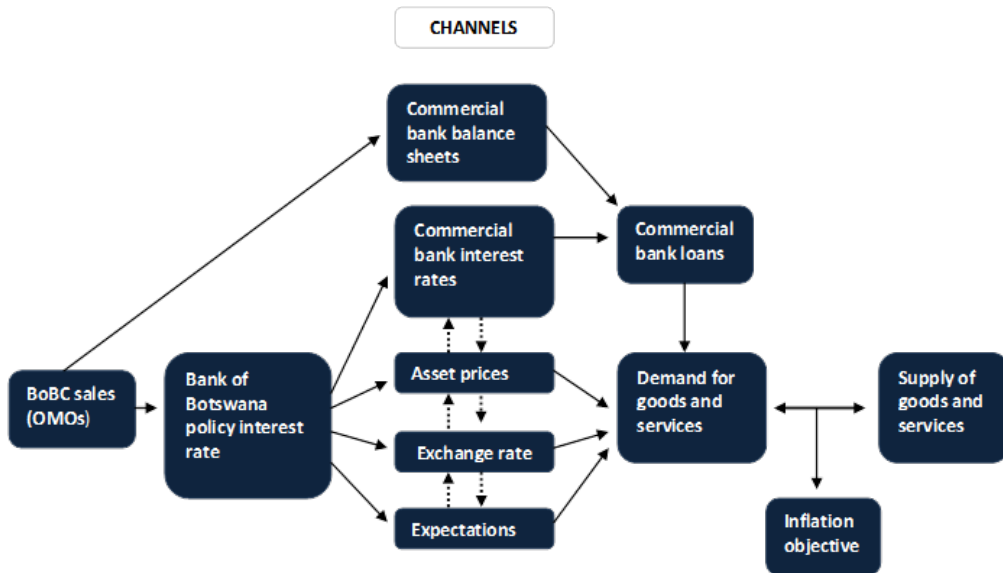
Footnotes on sterilizers:

- NDA excl. BoBCs: basically comprises government deposits at Bank of Botswana
- NDA* incl. BoBCs: represents government deposits and Bank of Botswana certificates sales
- NDA* incl. BoBCs, RD: "NDA*incl. BoBCs" minus banks' reserves and free deposits at Bank of Botswana (RD)

Le graphique 2 décrit le canal de transmission de la politique monétaire, y compris son interaction avec le taux de change. Comme illustré, on s'attend à ce que les changements du taux directeur affectent les taux d'intérêt des banques commerciales, le prix des actifs, la demande de pula (qui affecte le taux de change nominal du pula dans la mesure où il peut être ajusté par le mécanisme de parité fixe rampante), et les attentes des gens concernant les taux d'intérêt futurs, la croissance économique

et l'inflation, qui à leur tour affectent également le prix des actifs et la demande de pula (actifs et titres). Les ventes importantes de BoBC sont également susceptibles d'affecter les bilans des banques commerciales et la propension des banques à prêter. Alors que les rapports de la Banque du Botswana ont tendance à discuter du canal des taux d'intérêt des banques commerciales, cette étude reconnaît que les multiples canaux du graphique 2 peuvent avoir un impact sur les pressions de la demande globale et l'inflation à des degrés divers.

Graphique 2 : Canaux de transmission pour la politique monétaire (stérilisation)



Source : Adapté de la Banque d'Angleterre (1999), au Botswana

Conclusions et Implications de Politique

Les preuves de cette étude fournissent une explication cohérente des résultats sous-optimaux de la politique monétaire du Botswana dans les années 2000 qui remettent en question l'histoire populaire. La détérioration des résultats de la politique monétaire après 2000 a suivi des décisions politiques majeures relatives à la levée du contrôle des changes et à l'utilisation des réserves de devises étrangères, parallèlement à un changement d'approche dans la mise en œuvre de la politique monétaire qui était incompatible avec ces décisions politiques majeures. La perte d'efficacité de la politique monétaire n'a guère eu de rapport avec les prix administrés, les prélèvements gouvernementaux ou les chocs mondiaux des prix des denrées alimentaires et du pétrole, comme on le cite souvent. Les éléments d'information recueillis permettent de comprendre pourquoi la politique de stérilisation n'a pas réussi à endiguer l'inflation dans les années 2000, et comment les choix opérés ont érodé l'autonomie de la politique monétaire et déclenché des entrées compensatoires

qui ont conduit à une politique monétaire inefficace et peu rentable. Les données recueillies permettent également de suggérer comment, dans des conditions similaires à l'avenir, les performances de la politique pourraient être améliorées et comment le coût fiscal de la stérilisation pourrait être atténué.

Le fort contraste observé dans les performances de la politique monétaire dans les années 1990 par rapport aux années 2000 est conforme aux conclusions d'autres études sur la politique monétaire au Botswana. L'étude constate que, par rapport aux années 1990, l'autonomie et l'efficacité de la politique monétaire se sont considérablement détériorées au cours de la première décennie des années 2000. Les études sur les performances des politiques dans les années 1990 (Kone, 1996 ; Masalila et Phetwe, 2001 ; Setlhare 2004), ont également constaté que la politique monétaire au Botswana était efficace à cette époque. Setlhare (2013) a constaté que l'efficacité de la politique monétaire était limitée dans les années 2000. Les résultats de cette étude suggèrent une explication de cette différence et des raisons pour lesquelles les résultats de la politique ont changé dans les années 2000. Les résultats aident à expliquer les "conclusions inexplicables" de Setlhare ; pourquoi il y a eu "un renversement inexplicable de l'impact sur l'inflation (des chocs monétaires) sur l'horizon de prévision, et l'impact contre-intuitif sur la production", alors que "les chocs de la politique monétaire ont influencé l'inflation dans la bonne direction, l'impact n'était pas significatif". Cette étude montre que la compensation des entrées de capitaux dans les années 2000 aurait expliqué l'impact limité de la politique monétaire et le renversement de l'impact de la politique monétaire sur l'inflation au cours des années 2000. De même, les entrées de BPOPF comprenant des investissements étrangers (acquisitions immobilières, développement, etc.) auraient pu avoir un impact positif sur l'activité économique étant donné l'inefficacité des mesures monétaires restrictives.

En ce qui concerne l'indépendance monétaire, la comparaison des performances de la politique monétaire et de change dans les années 1990 avec celles des années 2000 montre qu'une autonomie monétaire importante au cours de la première décennie a permis d'obtenir des résultats positifs, tandis qu'une forte détérioration de l'autonomie monétaire dans les années 2000 a conduit à des objectifs politiques manqués. L'indice d'autonomie monétaire pour les années 1990 confirme qu'une intervention stérilisée peut en fait servir d'outil politique suffisamment indépendant dans une économie comme celle du Botswana, grâce aux importantes recettes d'exportation du secteur minier. Ce qui compte, c'est la combinaison des politiques en jeu qui influencent les résultats de la stérilisation ; la bonne combinaison de politiques peut donner des résultats positifs, tandis que la mauvaise combinaison entravera l'indépendance et l'efficacité de la stérilisation en tant qu'outil politique.

L'indice d'autonomie monétaire développé dans le document souligne l'importance de reconnaître comment l'accumulation de réserves ancre l'autonomie de la politique

monétaire dans ce régime, et combien il est important de suivre et de préserver cette autonomie monétaire. L'incapacité à atteindre les objectifs fixés au cours de la première décennie des années 2000 est due en partie à un changement d'orientation de la politique monétaire, qui a délaissé le taux de change comme point d'ancrage des prix pour s'appuyer davantage sur les opérations monétaires afin de contrôler l'inflation, à un moment où d'autres choix politiques provoquaient un affaiblissement spectaculaire de l'autonomie de la politique monétaire. En particulier, l'abolition du contrôle des changes après 1999 et le transfert d'importantes réserves de change aux gestionnaires de fonds de pension du secteur privé (responsables des pensions des fonctionnaires) ont érodé l'autonomie de la politique monétaire et ont entraîné une forte augmentation des entrées de capitaux privés qui a entravé l'efficacité de la stérilisation. Il est possible que la nouvelle approche politique adoptée par la banque centrale à l'époque, qui visait à donner un rôle plus important à la politique monétaire, ait en fait indexé à la fois le taux de change nominal et la masse monétaire sur les prix - conformément aux avertissements d'Adams et Gros (2001). La nouvelle approche n'a pas permis de prévoir des mesures de rétorsion pour les flux supplémentaires ni de remédier à la forte érosion de l'autonomie de la politique monétaire qui a rendu la politique monétaire largement inefficace par la stérilisation. Le contraire de ce qui s'est passé dans les années 1990, où l'accent mis sur le régime de taux de change fixe (parallèlement à certains contrôles des capitaux) et l'accumulation de réserves adéquates a permis d'accroître considérablement l'autonomie de la politique monétaire. Les résultats montrent également comment l'harmonie ou la complémentarité entre les choix en matière de politique monétaire, de taux de change, de réserves de change et de pensions publiques, qui a été maintenue tout au long des années 1990, a ensuite été perdue dans les années 2000, ce qui souligne l'importance de la cohérence et de la bonne coordination des politiques macroéconomiques.

L'expérience de certaines économies asiatiques comme Singapour, qui est sans doute l'une des meilleures performances mondiales en matière de développement pour ce qui est de la croissance rapide, de l'emploi et de l'amélioration des indicateurs sociaux tels que l'éducation, l'espérance de vie et le secteur du logement, a montré que les régimes intermédiaires (monétaires et de change) peuvent en fait constituer des alternatives viables aux prescriptions classiques des régimes fixes ou flottants, lorsqu'ils sont associés à des politiques macroéconomiques et microéconomiques cohérentes et à des institutions solides (Robinson et Lee, 2004). L'expérience du Botswana dans les années 1990 a validé ce point de vue, tandis que son expérience dans les années 2000 illustre les coûts financiers et économiques lorsque des choix politiques incohérents sont faits dans un tel régime.

Les politiques monétaires et de taux de change n'ont pas pu contrôler l'appréciation du taux de change réel pendant cette période de faible autonomie de la politique monétaire, de forte inflation et d'importants flux d'entrée dans les années 2000. pendant cet épisode, la probabilité que la monnaie pula soit surévaluée était plus

élevée ; cette surévaluation a été confirmée. Bien qu'une tentative de correction de la surévaluation ait été faite en 2004-2005, la correction n'a pas été maintenue dans le temps selon l'approche utilisée par les autorités monétaires, et elle a continué à permettre une appréciation réelle du pula et à éroder la compétitivité des prix au fil du temps.

Ces résultats confirment que les autorités monétaires auraient dû agir sur les préoccupations du secteur privé concernant l'inefficacité de la politique monétaire au début des années 2000. La stérilisation avait été relativement efficace dans les années 1990, lorsque les politiques monétaires et de change visaient la stabilité monétaire et un taux de change effectif réel compétitif, mais cette efficacité s'est détériorée dans les années 2000. Les résultats de la régression confirment que pendant la période 2001-2009, la stérilisation a été inefficace. Cette inefficacité s'est manifestée par l'incapacité à atteindre les objectifs de stabilité monétaire par une inflation faible et stable et un taux de change effectif réel compétitif et stable. Les autorités ont eu l'occasion d'utiliser les critiques constructives du secteur privé de l'époque pour revoir et corriger leur approche politique, mais cela ne s'est pas produit. Cette incapacité à corriger les résultats de la politique monétaire au cours de la décennie d'objectifs manqués est un domaine qui mérite une analyse plus approfondie qui permettrait de déterminer les raisons des retards dans la correction de la politique, en aidant à établir si ces retards étaient dus à des contraintes techniques, organisationnelles, comportementales ou d'économie politique, par exemple, et en éclairant ainsi l'élaboration de solutions politiques à l'avenir.

Les préoccupations du public concernant le coût de la stérilisation dans les années 2000 étaient également justifiées. Le coût net de la stérilisation a fortement augmenté dans le cadre de la nouvelle approche politique introduite dans les années 2000. Le coût budgétaire est passé d'une moyenne de 2,5 % du PIB non minier dans les années 1990 à une moyenne de 3,7 % du PIB non minier entre 2000 et 2008, pour culminer à 4,5 % du PIB non minier en 2003. Les bénéficiaires de ce transfert fiscal étaient des banques à capitaux étrangers. De 2003 à 2011, la banque centrale a versé à ces banques commerciales entre 1 et 2,2 milliards de pula par an d'intérêts sur les certificats de la Bank of Botswana. Les préoccupations relatives aux coûts étaient également justifiées par le fait que, pendant une certaine période, la politique n'était pas viable. La durabilité de la politique de stérilisation devient une préoccupation dès que le coût des intérêts payés sur les instruments de stérilisation dépasse les intérêts gagnés sur les réserves de devises étrangères. Lorsque cela se produit, le risque de crise est accru. Au milieu des années 2000, la politique de stérilisation n'était pas viable pendant quelques années.

Les résultats des analyses comptables et économétriques soulignent la nécessité de repenser la politique de stérilisation afin de gérer plus efficacement les excédents commerciaux et les entrées de capitaux à l'avenir. Si de meilleures modalités de

stérilisation avaient été conçues pour gérer les entrées de capitaux causées par le transfert du fonds de pension de l'État à la gestion privée, les conséquences négatives observées dans les années 2000 auraient pu être évitées ou maîtrisées. Une meilleure gestion des fonds de pension publics aurait été utile, par exemple en les conservant comme des fonds privés, mais dans le bilan de la banque centrale, ou en préparant des véhicules d'investissement spéciaux à long terme pour mieux capter d'importants flux de capitaux à moindre coût, et en réorientant les intérêts payés par le gouvernement des entités étrangères qui rapatrient ces fonds vers des entités qui conserveraient les fonds dans le pays, contribuant ainsi au développement du Botswana. Une réaccumulation rapide des réserves après les importants prélèvements aurait également été utile. Même sans ces préparatifs préalables, étant donné le contexte spécifique des flux d'entrée au Botswana, les décideurs politiques disposaient de suffisamment d'informations sur l'ampleur et le calendrier des flux privés potentiels pour prévoir et planifier les nouveaux flux, mais la préparation adéquate des flux supplémentaires n'a pas eu lieu, laissant aux seules BoBC le soin d'absorber les flux supplémentaires.

Dans ce contexte de grande récession, l'effondrement des excès de liquidités a donné aux autorités monétaires un bref répit, une période qui peut être utilisée pour concevoir une réponse plus efficace à une future reprise des recettes des comptes commerciaux et des futurs flux de capitaux. Il est nécessaire de repenser la politique de stérilisation afin de gérer plus efficacement les importants excédents des comptes courants et les entrées de capitaux, lorsque l'objectif de stabilité monétaire peut être atteint sans sacrifier la compétitivité. Il pourrait également être utile de réexaminer si la règle actuelle de change réel mise en œuvre par le biais de l'ancrage rampant est problématique ou non. De même, le recours actuel aux transferts officiels (UDAA liée aux importations de diamants) vers le gouvernement, qui ont contribué à maintenir les excédents des comptes courants et à permettre l'accumulation de réserves qui renforcent l'autonomie de la politique monétaire, est risqué. Ainsi, une solution à long terme qui ne dépend pas trop de l'industrie du diamant est toujours nécessaire.

Références

- Adam, C., O'Connell, S., Buffie, E. and Pattillo, C. 2009. "Monetary policy rules for managing aid surges in Africa". *Review of Development Economics*.
- Adams, Charles and Daniel Gros. 1986. *The consequences of real exchange rate rules for inflation: Some illustrative examples*. IMF Staff Papers, Volume 33(3): 439-476.
- Bank of Botswana. 2015a. *Monetary policy framework, forecasting framework*. Bank of Botswana Website, www.bankofbotswana.bw.
- Bank of Botswana. 2015b. Bank of Botswana press briefing on banks' liquidity condition, 26 March 2015, Gaborone.

- Bank of Botswana. 2015c. *Bank of Botswana Annual Report 2014*. Gaborone: Bank of Botswana.
- Bank of Botswana. 2013. *Bank of Botswana Annual Report 2012*. Gaborone: Bank of Botswana.
- Bank of Botswana. 2008. *Bank of Botswana Annual Report 2007*. Gaborone: Bank of Botswana.
- Bank of Botswana. 2001. *Bank of Botswana Annual Report and Economic Review 2000*, Gaborone: Bank of Botswana.
- Bank of Botswana. 1999. *Monetary Policy Statement – 1999*, Gaborone: Bank of Botswana.
- Bank of England. 1999. *Economic Models at the Bank of England*
- Botswana Government/World Bank. 1989. *Financial sector policies for diversified growth*. World Bank: Washington DC.
- Boyer, R. S. 1979. “Sterilization and the monetary approach to balance of payments analysis”. *Journal of Monetary Economics*, 5 (April): 295–300.
- Bofinger, P. and T. Wollmershäuser. 2003. “Managed floating as a monetary policy strategy”. *Economics of Planning*, Vol. 36, No. 2.
- Corden, M. and Neary, P. 1982. “Booming sector and de-industrialization in a small open economy”. *Economic Journal*, 92: 825–848.
- Corden, W. M. 1984. “Booming sector and Dutch disease economics: Survey and consolidation”. *Oxford Economic Papers*, 36: 359–380.
- Fernandez-Arias, Eduardo and Peter J. Montiel. 1995. The surge in capital inflows to developing countries: Prospects and policy response. Policy Research Working Paper No. 1473, World Bank.
- Masalila, K.S. and Phetwe, M. 2001. Botswana's monetary policy framework. Conference on Monetary Policy Frameworks in Africa, September 2001.
- Masalila, K.S. 2001. “Financial liberalization and monetary policy effectiveness: A comparison of Botswana, Malawi and Zimbabwe, Bank of Botswana”. *Research Bulletin*, 19: (1), 9–26.
- Setlhare, Lekgatlhamang. 2002. Empirical foundations of monetary policy in Botswana. Unpublished Dissertation, University of Manitoba.
- Setlhare, Lekgatlhamang. 2004. “Bank of Botswana's reaction function: Modelling Botswana's monetary policy strategy”. *South African Journal of Economics*, Vol. 72:2.
- Setlhare, Lekgatlhamang. 2013. “The monetary transmission mechanism in Botswana: A structural vector auto-regression approach”. *Research Bulletin*, Vol. 26, No. 1: 37–58.
- WAVES / World Bank. 2014. Global partnership for wealth accounting and valuation of ecosystem services - Technical reports, mineral resource accounts and implications for development in Botswana. World Bank Group and Government of Botswana.
- Wijnbergen, Van Sweder. 1984a. “The 'Dutch disease': A disease After All?” *Economic Journal*, 94 373:41.
- Wijnbergen, V. S. 1984b. “Inflation, employment, and the Dutch disease in oil-exporting countries: A short-run disequilibrium analysis”. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 99, No. 2: 233-250.



Mission

Renforcer les capacités des chercheurs locaux pour qu'ils soient en mesure de mener des recherches indépendantes et rigoureuses sur les problèmes auxquels est confrontée la gestion des économies d'Afrique subsaharienne. Cette mission repose sur deux prémisses fondamentales.

Le développement est plus susceptible de se produire quand il y a une gestion saine et soutenue de l'économie.

Une telle gestion est plus susceptible de se réaliser lorsqu'il existe une équipe active d'économistes experts basés sur place pour mener des recherches pertinentes pour les politiques.

www.aercafrica.org/fr

Pour en savoir plus :



www.facebook.com/aercafrica



www.instagram.com/aercafrica_official/



twitter.com/aercafrica



www.linkedin.com/school/aercafrica/

Contactez-nous :

Consortium pour la Recherche Économique en Afrique
African Economic Research Consortium

Consortium pour la Recherche Économique en Afrique

Middle East Bank Towers,

3rd Floor, Jakaya Kikwete Road

Nairobi 00200, Kenya

Tel: +254 (0) 20 273 4150

communications@ercafrica.org