



BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

BIS Papers

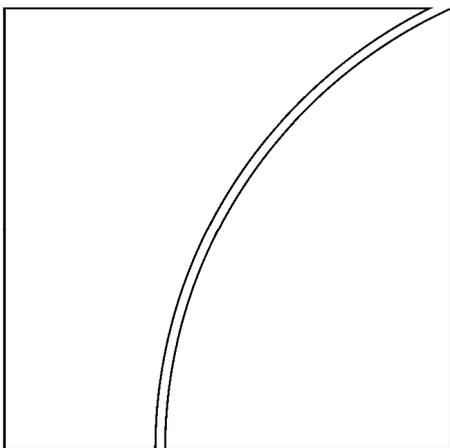
N° 56

Banques centrales d'Afrique : perspectives dans un monde en mutation

Sous la direction de Dubravko Mihaljek

Département monétaire et économique

Septembre 2011



JEL : E42, E44, E52, E58, F21, F32, F34, G21, G28, O16, O23, O55

La présente publication rassemble des documents de travail établis en vue d'une réunion de hauts responsables de banque centrale, tenue à la Banque des Règlements Internationaux (BRI) en mai 2011. Les opinions qui y sont exprimées sont celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement le point de vue de la BRI ni celui des institutions représentées à cette réunion.

Pour obtenir des exemplaires de cette publication, s'adresser à :

Banque des Règlements Internationaux
Communication
CH-4002 Bâle, Suisse

Mél : publications@bis.org

Fax : +41 61 280 9100 et +41 61 280 8100

Disponible sur le site BRI (www.bis.org).

© *Banque des Règlements Internationaux 2011. Tous droits réservés. De courts extraits peuvent être reproduits ou traduits sous réserve que la source en soit citée. L'accord préalable des auteurs concernés est requis pour la reproduction ou la traduction de passages plus longs.*

ISSN 1609-0381 (version imprimée)
ISBN 92-9131-907-4 (version imprimée)

ISSN 1682 7651 (en ligne)
ISBN 92-9197-907-4 (en ligne)

Traduction d'un texte original anglais

Table des matières

Remerciements.....	iv
Synthèse	
Banques centrales d'Afrique : perspectives dans un monde en mutation Jaime Caruana	1
Remarques liminaires	
Remarques liminaires : inclusion financière et réglementation de la microfinance Muhammad Yunus.....	7
Documents de travail établis aux fins de la réunion	
Accès aux services financiers : qu'est-ce que la crise a changé ? Penelope Hawkins	11
Gouvernance des banques centrales et stabilité financière : questions pouvant présenter un intérêt particulier pour l'Afrique Serge Jeanneau	23
Les mécanismes de transmission de la politique monétaire en Afrique ont-ils changé ? Benedicte Vibe Christensen	41
Flux de capitaux, variation du cours des matières premières et intervention de change Logan Rangasamy et Dubravko Mihaljek	69
Liste des participants	91

Remerciements

Nous tenons à exprimer toute notre reconnaissance aux auteurs, qui ont su travailler en étroite collaboration, commentant abondamment leurs notes respectives. Que soient également remerciés ici Stephen Cecchetti et Philip Turner, pour leurs précieuses observations, de même que Emir Emiray, Emese Kuruc et Agne Subelyte pour leur soutien efficace dans le traitement des statistiques. La mise au point rédactionnelle du texte original a été assurée avec talent par Martin Hood et Nigel Hulbert ; la traduction par l'Unité de traduction française, et le formatage et la mise en page, par les soins de Cynthia Lloyd, Nathalie Savary et Véronique Urban. Clare Batts, qui avait en charge la logistique et l'organisation de cette réunion, a fait un remarquable travail de coordination dans le cadre de l'élaboration de la présente publication.

Banques centrales d'Afrique : perspectives dans un monde en mutation

Jaime Caruana

1. Introduction

En mai 2011, les gouverneurs et hauts responsables d'une vingtaine de banques centrales se sont réunis à la BRI pour mener une réflexion sur les enjeux de politique monétaire et de stabilité financière auxquels l'Afrique est confrontée en cette période d'après-crise financière mondiale¹. Il est encourageant de constater les progrès réalisés dans une bonne partie du continent ces dernières années. Dans l'ensemble, les économies africaines se sont bien comportées durant la décennie écoulée. Du début des années 2000 jusqu'au déclenchement de la crise, en 2008, la croissance a été généralement élevée, l'inflation a diminué et les soldes budgétaires se sont renforcés. Ces bons résultats tiennent, pour une part, à une longue phase d'expansion de l'économie mondiale qui a entraîné une hausse durable des prix des produits de base et, pour une autre part, à de meilleures politiques domestiques. La crise de 2008–2010 a provoqué un ralentissement marqué, mais seulement temporaire, de la croissance. Les conditions de la stabilité macroéconomique et financière ont ainsi été préservées et, dès mi-2011, sont apparus des signes prometteurs montrant que de nombreuses économies africaines renouaient avec leur rythme de croissance d'avant la crise.

L'ordre du jour de cette réunion portait donc sur quatre grands domaines où la crise pourrait avoir eu le plus grand impact pour les banques centrales d'Afrique : accès financier ; dispositifs de gouvernance favorisant la stabilité financière ; évolution des mécanismes de transmission de la politique monétaire ; et flux de capitaux, cours des matières premières et cours de change.

Invité à ouvrir la réunion, le professeur Muhammad Yunus, lauréat du prix Nobel de la paix 2006, a présenté un exposé sur l'inclusion financière et la réglementation de la microfinance, puis s'est entretenu avec les participants sur des questions connexes, par liaison vidéo depuis Dhaka, au Bangladesh. L'intervention stimulante du professeur Yunus et l'échange de vues qui a suivi ont offert ample matière à réflexion. Un grand nombre des thèmes abordés ont refait surface dans les discussions lors de séances ultérieures. Le professeur Yunus affirme, entre autres choses, que les banques centrales ne devraient pas s'occuper directement de microfinance. Il préconise que l'activité de microcrédit soit réglementée et surveillée par une entité distincte dont le personnel aurait des compétences spécialisées et une connaissance des questions de pauvreté. Il a aussi évoqué d'autres questions, et notamment : comment faire en sorte que les établissements de microfinance favorisent l'investissement plutôt que la consommation ; en quoi la microfinance se distingue-t-elle de l'activité de crédit aux petites et moyennes entreprises ; et comment les nouvelles technologies et l'innovation financière changent l'environnement de la microfinance.

Les remarques ci-après, qui s'articulent autour des quatre thèmes de la réunion, résument ce qui m'a semblé être les principaux points soulevés dans les discussions ainsi que dans les documents de travail BRI publiés ici.

¹ D'autres tables rondes BRI, également consacrées à l'Afrique, ont fait l'objet de publications : BRI (2006) et Banque de Réserve d'Afrique du Sud et BRI (2007).

2. Accès financier

Ces cinq à six dernières années, une des innovations financières les plus déterminantes en Afrique a été la possibilité d'effectuer des transactions financières (paiements et transferts de fonds) par téléphone portable. La téléphonie mobile a, de fait, contribué à élargir l'accès aux services financiers. Au Kenya, par exemple, plus de 80 % de la population a accès à un téléphone portable, mais seulement 20 % dispose d'un compte bancaire. Avec cette nouvelle technologie, pour transférer un montant à un autre particulier, un client effectue un versement auprès d'un magasin de téléphonie mobile et informe, par un texto, le bénéficiaire ; ce dernier peut retirer les fonds auprès du magasin le plus proche, sur présentation d'une pièce d'identité et moyennant une commission modique. Les cartes d'identification nationale biométriques mises au point en Ouganda constituent un autre exemple. Sans une telle identification, il serait quasi impossible pour une vaste population vivant en milieu rural, souvent sans adresse fixe, d'effectuer des opérations financières (débit ou crédit) ou de recourir aux services bancaires par téléphone portable ou aux services de transfert électronique de fonds.

Comme indiqué dans l'étude de Penelope Hawkins publiée ici, ces innovations et d'autres ont grandement amélioré l'accès des ménages pauvres aux services financiers de base. Si, sous l'effet de la crise, l'inclusion financière a subi un revers temporaire, le processus est désormais bien enclenché. Pour les banques centrales, cette évolution soulève la question de savoir comment gérer au mieux l'arbitrage entre promotion de la diffusion des services financiers, d'une part, et limitation des risques pour la stabilité financière découlant d'une telle innovation, d'autre part.

La majorité des banques centrales qui ont participé aux discussions adoptent une attitude prudente à l'égard de l'innovation financière, faisant remarquer que ce sont des instruments financiers nouveaux, insuffisamment réglementés, qui ont contribué à la récente crise dans les économies avancées. Les services bancaires par téléphone portable ont une incidence sur le fonctionnement des systèmes de paiement, de règlement et de compensation. Ils pourraient aussi en avoir sur la gestion de la liquidité par les banques centrales – et, partant, sur leur fonction de prêteur en dernier ressort – du fait, en particulier, qu'ils sont susceptibles de représenter une part importante de la liquidité dans les pays où ils sont répandus. La résilience du système de paiement mondial durant la crise financière, à l'heure où de nombreuses autres composantes du système présentaient des dysfonctionnements, incite vivement à plus de prudence.

Pour faire en sorte que l'accès financier rendu possible par les nouvelles technologies soit conçu de manière appropriée et n'aille pas à l'encontre de leur mandat de stabilité financière, les banques centrales d'Afrique devront sans doute élargir la portée de la surveillance réglementaire. Il en résultera, certes, des contraintes supplémentaires. Toutefois, les banques centrales conviennent que les avantages d'un élargissement de l'accès financier l'emportent nettement sur le coût des éventuelles autres tâches dont elles devront s'acquitter.

3. Gouvernance des banques centrales et stabilité financière

La crise financière mondiale a conduit les banques centrales du monde entier à repenser leur rôle dans le domaine de la stabilité financière. La nécessité de ne pas s'arrêter aux risques affectant chaque établissement, mais de prendre en compte ceux qui pèsent sur le système tout entier – soit la dimension macroprudentielle de la politique de maintien de la stabilité financière – est désormais largement acceptée. Dans de nombreuses économies avancées, les autorités instaurent de nouveaux dispositifs visant à remédier aux insuffisances recensées. La dimension macroprudentielle de la surveillance intéresse aussi

les pays africains, étant donné que les marchés financiers y sont généralement concentrés et peu développés.

Dans son étude qui figure dans la présente publication, Serge Jeanneau estime que, même si de nombreux pays de la région sont moins développés financièrement, ils devraient finir par se heurter à certains des problèmes qui ont conduit à repenser les dispositifs de stabilité financière dans d'autres parties du monde. Ces mêmes problèmes pourraient appeler à reconfigurer les dispositifs existants en donnant éventuellement aux banques centrales un rôle plus important dans la surveillance macroprudentielle. Cela soulève des questions de gouvernance, notamment concernant la définition d'un mandat de stabilité financière et les outils dont les banques centrales doivent disposer pour le mettre en œuvre. Cela risque, par ailleurs, d'entraîner d'épineux problèmes à l'égard de l'autonomie de la politique monétaire.

Comment les banques centrales peuvent-elles agir au mieux dans un tel environnement ? Les échanges de vues lors de la réunion ont révélé que le concept de stabilité financière n'est pas complètement intégré dans la législation de nombreux pays africains. La surveillance financière est souvent entre les mains de plusieurs autorités qui n'ont pas la capacité d'agir de concert et rapidement. Cet état de choses, conjugué à des systèmes bancaires peu développés et concentrés, crée d'importants risques systémiques. S'efforçant de gérer ces risques, un certain nombre de banques centrales d'Afrique ont établi un cadre macroprudentiel instituant un comité de stabilité financière. Ce type de comité a généralement pour rôle de surveiller l'évolution du secteur financier et de faciliter l'échange d'information entre la banque centrale et l'autorité microprudentielle. Mais le manque de compétences pour remplir le mandat de stabilité financière reste un obstacle.

À l'instar de leurs homologues dans le reste du monde, les banques centrales d'Afrique commencent aussi à s'interroger sur la façon de coordonner au mieux les mandats de stabilité financière et de stabilité des prix. Les banques centrales ont adopté plusieurs approches vis-à-vis de cette question. Certaines ont établi un cadre macroprudentiel interne et rédigé une législation limitant la portée des services bancaires universels. Force est de constater que l'accomplissement d'une multitude de mandats est une tâche très délicate. D'autres ont jugé plus important de renforcer le système bancaire national plutôt que de préparer de nouveaux dispositifs de gouvernance favorisant la stabilité financière. Un gouverneur a fait observer que les contradictions potentielles entre les mandats disparaissent dès lors que l'on adopte un horizon temporel approprié. Plusieurs banques centrales ont constaté, en outre, qu'il est nécessaire d'améliorer la coopération avec les autorités de contrôle bancaire étrangères, dans les pays voisins ou dans le pays d'origine des banques à capitaux étrangers opérant dans leur juridiction.

Somme toute, il reste fort à faire dans ce domaine. La bonne nouvelle est que les banques centrales d'Afrique reconnaissent combien il importe de mettre en place de solides dispositifs de stabilité financière et qu'elles sont bien au fait des débats engagés par les autorités du monde entier.

4. Transmission de la politique monétaire

Les économies d'Afrique et leur système financier n'ont généralement pas été touchés directement par la crise financière mondiale, mais un grand nombre – voire la majorité – a été affecté au travers des canaux du commerce et de l'investissement. Les effets ont été plus marqués pour les économies à revenu intermédiaire ayant des liens plus étroits avec les marchés financiers internationaux. Cela étant, la situation économique de la plupart des pays d'Afrique a été généralement meilleure, en termes de solde budgétaire et extérieur ainsi que d'inflation, que lors des chocs exogènes antérieurs. Plusieurs banques centrales, notamment dans les pays ayant un régime de change flexible, ont ainsi pu suivre des politiques

budgétaire et monétaire contracycliques durant la crise. Plus particulièrement, une réduction de la dominance budgétaire a accru l'efficacité de la politique monétaire.

Comme l'observe Benedicte Vibe Christensen dans une étude publiée ici – et comme cela a d'ailleurs été confirmé au cours de la réunion –, les principaux canaux de transmission de la politique monétaire durant la crise ont été le cours de change et le crédit. La plupart des banques centrales ont autorisé une plus grande variabilité du change durant la crise. Quelques-unes ont tenté, dans un premier temps, de résister aux pressions baissières sur la monnaie, en partie parce qu'une dépréciation rendait l'objectif d'inflation plus difficile à atteindre. Elles ont finalement renoncé à influencer sur le cours de change, surtout dans les pays où des pressions s'étaient accumulées sur le déficit extérieur. S'agissant du canal du crédit, la crise a entraîné un vif ralentissement des prêts bancaires dans toute l'Afrique, notamment en raison d'un durcissement des normes réglementaires et des conditions de prêts ainsi que d'une inversion des flux de capitaux qui avaient contribué à alimenter la croissance du crédit dans la période qui a précédé la crise.

Les variations des taux directeurs ont également gagné en ampleur, bien que leur incidence reste globalement faible. Dans certains cas, l'écart entre les taux directeurs et les taux des prêts s'est creusé après le relèvement des premiers sous l'effet de l'aversion générale des banques commerciales pour le risque. Et dans les pays où la banque centrale avait réduit les taux directeurs dans le but d'apporter un soutien contracyclique à l'activité économique, la transmission aux taux des prêts pratiqués par les banques locales a souvent été insuffisante. Dans les pays à régime hybride d'objectif d'inflation (à l'instar du Ghana et de Maurice), les variations des taux directeurs sont transmises rapidement à tout le système financier, mais elles n'ont généralement guère eu d'incidence sur les conditions de crédit en raison de l'inélasticité de la demande ou de l'habitude des banques de maintenir des écarts constants. Une autre cause de la faiblesse de la transmission des variations des taux directeurs est que la concurrence limitée a permis aux banques d'ajuster leur marge bénéficiaire plutôt que de répercuter les modifications de taux sur les emprunteurs. Et tout comme d'autres régions en développement, les pays d'Afrique se heurtent à des modifications structurelles, qui rendent la demande de monnaie instable et compliquent la mise en œuvre de la politique monétaire.

Malgré ces différences, la discussion a montré que, pour l'essentiel, la politique monétaire mise en œuvre en Afrique présente les mêmes caractéristiques, les mêmes objectifs et les mêmes besoins que dans d'autres régions. Les gouverneurs ont souligné à plusieurs reprises que la stabilité des prix reste l'objectif premier de la politique monétaire ; que la banque centrale doit être indépendante vis-à-vis de l'État pour pouvoir conduire la politique monétaire sans ingérence politique ; que les finances publiques doivent être saines pour que la politique monétaire soit efficace ; et que les banques centrales doivent être crédibles aux niveaux national et international dans la poursuite des objectifs de politique monétaire. Plusieurs pays, dont l'Angola, le Nigéria et l'Ouganda, s'orientent rapidement vers un régime hybride d'objectif d'inflation. Certaines banques centrales ont mis en place un conseil de politique monétaire où siègent des participants externes. Les responsables de banques centrales de plusieurs pays sont en étroite communication avec le secteur financier. Et des efforts concertés sont consentis pour améliorer la coordination avec les autorités budgétaires, mais avec des résultats divers jusqu'à présent.

Contrairement à de nombreuses autres régions en développement, l'Afrique souffre de l'insuffisance de ses statistiques économiques et financières, laquelle fait obstacle à une analyse économique fondée sur des données à jour et précises, tellement nécessaire à une politique monétaire efficace. L'efficacité de la politique monétaire est en outre compromise par le manque de profondeur des marchés financiers, la force exécutoire limitée des contrats et la forte exposition des économies d'Afrique aux chocs exogènes. Mais il est encourageant de voir que les banques centrales d'Afrique ont parfaitement conscience de ces obstacles et qu'elles recherchent activement des solutions qui amélioreront l'efficacité de leur politique monétaire.

5. Flux de capitaux, matières premières et cours de change

Au cours de la décennie écoulée, les entrées de capitaux ont joué un rôle central en finançant l'investissement et le déficit extérieur en Afrique. Plus particulièrement, le renchérissement des matières premières a contribué au redressement des soldes extérieurs et à la croissance dans les pays exportateurs. Mais les entrées de capitaux ont tendance à s'accroître à mesure que les cours des matières premières augmentent. L'effet conjugué de ces deux forces est souvent d'accroître la volatilité macroéconomique, ce qui peut éroder la compétitivité extérieure et accentuer les vulnérabilités bilantielles.

Les entrées de capitaux privés en Afrique correspondent essentiellement à l'investissement direct étranger (IDE) qui, sur la décennie écoulée, a représenté les deux tiers des entrées nettes. Les entrées d'IDE n'ont guère été touchées par la crise, signe du vif renchérissement des matières premières et du niveau élevé des taux réels de rendement des industries extractives. Ces dernières années, sous l'effet de l'augmentation des flux d'IDE Sud-Sud, l'Afrique a également resserré ses relations d'investissement avec les pays en développement. On l'a particulièrement constaté entre les pays émergents d'Asie et d'Afrique.

Les entrées de capitaux sous forme de flux de portefeuille étaient également en hausse avant la crise, surtout en direction de l'Afrique émergente. Ces trois dernières années, ces flux sont toutefois devenus très volatils, s'inversant durant la crise et se redressant vivement en 2010.

S'agissant des autres flux de capitaux, l'étude de Logan Rangasamy et Dubravko Mihaljek publiée ici indique que, contrairement à d'autres régions en développement, les pays africains détiennent au total davantage de dépôts auprès des banques déclarantes BRI qu'ils n'ont reçu de prêts de celles-ci. Ce déséquilibre traduit le sous-développement des systèmes bancaires africains – une grande part des recettes des exportations n'est pas intermédiée par les banques locales, mais est placée auprès de banques étrangères qui en recyclent une partie sous forme de prêts transfrontières aux secteurs bancaire et non bancaire africains.

Pour les pays exportateurs, le renchérissement des matières premières produit en général un effet expansionniste. Dans le passé, les pressions exercées par la demande globale du fait de chocs positifs sur les termes de l'échange se sont souvent traduites par des tensions inflationnistes. Cependant, les résultats se sont révélés un peu plus positifs ces dernières années. La plupart des pays africains ont réduit leur taux d'inflation en renonçant à dépenser l'intégralité de la manne résultant de l'envolée des cours des matières premières. Une plus grande modération des dépenses ainsi qu'un recours plus systématique à divers fonds de stabilisation et fonds souverains ainsi que des politiques de change plus flexibles ont appuyé ces efforts.

Les gouverneurs ont confirmé que le niveau élevé des cours des produits de base et le gros volume d'entrées de capitaux contribuent grandement aux bons résultats de l'Afrique depuis le milieu des années 2000. Mais ces facteurs externes ont également exacerbé la volatilité macroéconomique dans de nombreux pays. Les gouverneurs ont souligné qu'il était important de connaître la composition des entrées de capitaux pour gérer leurs effets sur l'économie et le système financier. Le sentiment général est que l'Afrique continuera à bénéficier d'entrées, en partie du fait des réévaluations du risque en faveur des investissements africains après la crise. Dans ce contexte, certaines préoccupations ont été exprimées concernant l'absence de stratégie de la part des gouvernements africains pour gérer les importants flux d'IDE en faveur des secteurs à forte intensité de ressources naturelles, dont les investissements en provenance de certains marchés d'Asie émergente qui ont enregistré une hausse récente.

Malgré la plus grande flexibilité du change, rares sont les banques centrales d'Afrique se sentant prêtes à laisser le cours de change absorber complètement les chocs externes. Son rôle d'ancrage des anticipations d'inflation demeure important. En l'occurrence, les

interventions de change et la stérilisation sont vues comme des moyens d'action coûteux, mais inéluctables. Les gouverneurs ont, en outre, souligné que la viabilité budgétaire est importante pour gérer les conséquences internes des flux de capitaux.

6. Conclusions

Tous les participants à cette table ronde ont été frappés par les bons résultats affichés par la plupart des économies africaines ces dernières années. Malgré la crise financière mondiale, la croissance s'est maintenue, la stabilité macroéconomique et financière a été préservée, et les pays africains ont généralement continué à suivre des politiques prudentes et à encourager les initiatives suivant une logique de marché. Les banques centrales d'Afrique ont joué un rôle majeur pour favoriser cette évolution. Elles sont essentiellement en phase avec leurs homologues d'autres parties du monde sur l'analyse des principales questions stratégiques. La réunion a également été une occasion idéale de confronter les points de vue sur les enseignements tirés de la récente crise financière et de renforcer les liens entre les banques centrales d'Afrique.

Bibliographie

Banque des Règlements Internationaux (2006), *Les banques centrales et le défi du développement*, mai.

Banque de Réserve d'Afrique du Sud et Banque des Règlements Internationaux (2007), *Développements récents au sein des marchés financiers d'Afrique : de nouveaux défis pour les banques centrales ?*, novembre.

Remarques liminaires : inclusion financière et réglementation de la microfinance

Muhammad Yunus

Les crises financières mettent en lumière une déficience majeure du mode organisationnel de l'actuel système financier : les institutions financières et les systèmes bancaires des économies avancées privilégient grandes banques et gros clients, instaurant ainsi une forme d'apartheid financier puisqu'en sont exclus les deux tiers de la population mondiale. Or, si nous n'intégrons pas ces personnes au système financier, les crises continueront d'être chroniques.

La Banque Grameen, pour sa part, finance tout un chacun. Elle a d'ailleurs démontré que le financement peut s'adresser même aux mendiants. Notre programme en finance quelque 100 000 ; ils empruntent de petits montants pour acheter des produits qu'ils revendent ensuite, en allant de porte en porte. Certains d'entre eux ont pu ainsi sortir de la mendicité et lancer leur propre affaire.

Grameen compte 8,3 millions d'emprunteurs, dont 97 % de femmes. Étant entièrement autofinancée, notre banque ne dépend pas d'emprunts externes. Elle reçoit les dépôts de particuliers et accorde des microcrédits aux pauvres. À ce jour, elle a octroyé plus de 10 milliards de dollars de microcrédits, avec un taux de recouvrement de 97 %.

Une question qui peut être intéressante dans le cadre de la réunion d'aujourd'hui est de savoir comment il serait possible de réaliser un projet semblable en Afrique. Les Africaines sont aux premières lignes de la lutte pour l'égalité dans l'accès financier. La microfinance existe déjà sur le continent africain, mais elle devrait, à mon sens, être gérée par des institutions spécialisées, non par des banques commerciales ou des ONG. Le problème est donc de savoir comment il serait possible d'intégrer ces institutions de microfinance dans le système bancaire. Au Bangladesh, une loi bancaire a été spécialement élaborée pour la Banque Grameen. Il faudrait, me semble-t-il, envisager une législation particulière pour les banques des pauvres.

Grameen est l'exact opposé des systèmes bancaires actuels. Les banques financent les riches ? Grameen finance les pauvres. Les banques financent les hommes ? Nous finançons les femmes. Les banques prêtent aux villes ? Nous prêtons aux villages. Les banques octroient des prêts sur remise de garanties ? Nous ne demandons aucun gage. Les banques dépendent des avocats ? Grameen n'emploie aucun avocat. En vérité, nous en savions très peu sur les services bancaires lorsque nous nous sommes lancés dans la création de Grameen. Et, d'une certaine manière, cette ignorance importait peu – notre objectif était de promouvoir l'auto-emploi, non de générer des bénéficiaires.

Il est aujourd'hui plus facile de créer une banque de ce type du fait des nouvelles technologies. Les jeunes devraient être des créateurs et non des demandeurs d'emploi. Ils devraient réfléchir aux possibilités de créer des emplois, non aux moyens d'en obtenir. C'est en élaborant un système financier ouvert et en élargissant l'accès aux avantages offerts par les nouvelles technologies que nous pourrions réaliser les objectifs du Millénaire pour le développement fixés par les Nations Unies.

La microfinance a récemment suscité une certaine controverse au Mexique et, plus récemment encore, en Inde. Cette controverse est liée au fait que l'objectif initial de la microfinance des années 1970 a été abandonné lorsque les institutions de microfinance se sont orientées vers la recherche du profit, au détriment de l'auto-emploi et de la création d'emplois. La microfinance a ainsi conduit certaines personnes à rechercher le profit aux dépens des objectifs sociaux.

C'est la raison pour laquelle il est nécessaire d'élaborer un cadre juridique spécial pour la microfinance. Cette activité ne saurait exister dans un contexte de vide juridique. Elle doit être réglementée, mais par des autorités autres que la Banque centrale puisque les règles de la microfinance diffèrent de celles des banques conventionnelles. La microfinance, en effet, est une « entreprise sociale », non une entreprise lucrative. Cette dimension sociale fait appel à la part altruiste des êtres humains, celle qui tente de résoudre des problèmes tels que la création d'emplois pour les autres, et non à leur part égoïste, préoccupée uniquement de profit. La réglementation bancaire traditionnelle porte sur les activités bancaires à visées lucratives. Elle n'est donc pas équipée pour réglementer la microfinance.

Séance de questions et réponses entre les gouverneurs de banque centrale d'Afrique et Muhammad Yunus

Q : Quel rôle les banques centrales peuvent-elles jouer en faveur de la microfinance ? En quoi la réglementation de la microfinance doit-elle différer de celle des banques commerciales ?

R : Certaines banques occidentales, comme Raiffeisen et la Banque Populaire, étaient, à leur origine, des établissements de crédit coopératif – elles recevaient les dépôts des sociétaires et accordaient à ces sociétaires de petits crédits. Cependant, avec le temps et la multiplication de leurs bénéficiaires commerciaux, elles se sont toutes tournées vers les activités bancaires traditionnelles. C'est pour cette raison qu'une loi spéciale est nécessaire pour la microfinance. Sans une telle loi, l'activité finira par n'être qu'un ensemble hétéroclite de programmes de prêt.

Les banques centrales peuvent contribuer à l'élaboration et à l'adoption de cette législation, mais elles sont peu à même de réglementer la microfinance. Il est nécessaire d'établir une institution distincte où les personnes travailleront selon des compétences et un état d'esprit différents. Cette institution devra opérer en tant qu'entité distincte. Le prêt sans garantie est un concept étranger aux banques centrales. Il est impossible d'engager l'entraîneur d'une équipe de football européenne pour entraîner une équipe de football américain.

Q : Certaines banques centrales qui possèdent un service chargé de la réglementation de la microfinance ont constaté que les prestataires de microcrédits sont réticents à l'idée d'être réglementés. Leurs prêts sont souvent liés à la consommation. Étant donné que leur principale difficulté réside dans le coût de financement, certains d'entre eux empruntent auprès des banques commerciales pour financer leurs prêts. D'autres peinent à attirer la microépargne. Dans ce contexte, les gouvernements doivent-ils fournir des capitaux de lancement à la microfinance, en allouant, par exemple, des subventions à faible taux d'intérêt ?

R : La microfinance ne devrait pas accorder des prêts à la consommation. Elle devrait privilégier les activités génératrices de revenus, non les achats alimentaires.

S'agissant du financement, il n'est pas conseillé de promouvoir la microfinance par des fonds publics. Il conviendrait plutôt qu'elle assume des activités bancaires courantes, comme la réception de dépôts et la prestation de prêts, lesquelles viseraient les pauvres.

Les emprunteurs doivent également disposer de comptes d'épargne. Les femmes les plus pauvres comprennent parfaitement le fonctionnement de ce type de compte. La moitié des dépôts reçus à la Banque Grameen ont été fournis par des emprunteurs.

Q : S'agissant de la question de prévoir des autorités de réglementation distinctes, certains pays en possédaient pour leurs banques commerciales et pour leurs établissements de crédit coopératif, ces derniers étant souvent financés par des donateurs. Les banques coopératives ont néanmoins fait défaut dans un certain nombre de ces pays. Il semblerait donc préférable que, dans les petits pays, les gouvernements financent sur le budget de l'État des groupes cibles issus des populations pauvres. Cette option éliminerait les préoccupations suscitées par une propagation possible des problèmes liés aux défauts de paiement sur le reste du système bancaire.

R : Au Bangladesh aussi, les banques coopératives sont dans une situation catastrophique. Elles sont réglementées par le Ministère des Finances, politisées et orientées vers la recherche du profit. Un groupe de personnes peut ainsi créer une banque coopérative pour décrocher un subside gouvernemental. Contrairement aux banques coopératives, la microfinance est transparente et dégagée de toute recherche d'intérêts particuliers. Au Bangladesh, 16 millions de familles sont engagées dans la microfinance.

À la minute où le gouvernement s'implique dans ces activités, leur dynamique change radicalement : dès lors que l'argent public entre en jeu, les emprunteurs estiment qu'ils ne sont plus tenus de le rembourser. De son côté, le gouvernement cherche à contrôler les prêts à ses propres fins. C'est la raison pour laquelle il est nécessaire de prévoir une autorité de réglementation distincte en matière de microfinance.

Q : À qui revient la responsabilité de superviser les institutions de microfinance si ce n'est à la banque centrale ou au gouvernement ? Si, dans un pays pauvre, le système des microfinancements faisait défaut, il provoquerait une situation plus dramatique que celle occasionnée par la faillite du système bancaire.

R : Cette responsabilité devrait incomber à une institution spécialisée distincte, de préférence extérieure à la Banque centrale où l'attention reçue serait probablement insuffisante. Cette institution pourra disposer d'un comité de direction et d'un conseil de surveillance distincts, le premier étant placé sous la direction du gouverneur de la Banque centrale. Au Bangladesh, c'est en effet le gouverneur de la Banque centrale qui préside l'autorité de réglementation pour la microfinance. Cette institution est cependant extérieure à la Banque centrale.

L'enjeu de l'importance systémique est pris en considération. N'oubliez pas que 70 % de la population des pays les moins avancés n'a pas accès au système bancaire commercial.

Q : Comment est-il possible de s'assurer que les institutions de microfinance financent l'investissement et non la consommation ? Les pauvres n'ont pas tous le sens des affaires.

R : La microfinance devrait exclusivement soutenir les activités rémunératrices, et non la consommation. La finalité des prêts à la consommation est la vente de biens et services aux emprunteurs. La finalité de la microfinance est de donner aux personnes une chance de sortir de la pauvreté par l'autoassistance et la confiance dans leurs capacités personnelles. Les êtres humains ont tous le sens de l'entreprise ; c'est une disposition innée. L'humanité s'est développée par le travail. La société doit donc offrir les occasions de libérer ce potentiel. La microfinance est, par essence, un processus d'autorévélation.

Q : En quoi la microfinance diffère-t-elle des prêts aux petites et moyennes entreprises ?

R : La microfinance concerne les pauvres. Les PME sont loin des préoccupations de la microfinance. Au Bangladesh, nos prêts aux mendiants sont de 12 à 15 dollars. Un projet moyen de microfinancement est inférieur à 200 dollars. La microfinance commence par le

bas et monte petit à petit. Elle vise l'éradication de la pauvreté par l'utilisation du potentiel présent dans chaque personne.

Q : Dans quelle mesure et à quel titre les banques commerciales devraient-elles s'engager dans la microfinance ?

R : Certaines banques commerciales commencent à promouvoir la microfinance en tant que programme commercial. Elles semblent toutefois l'intégrer pour des raisons de relations publiques. Elles n'y investissent pourtant ni leur esprit ni leur cœur. Les institutions de microfinance devraient voir le jour en dehors du système bancaire conventionnel.

Les banquiers des établissements commerciaux ne comprennent pas la microfinance ; ils ne sont tout simplement pas équipés pour l'assurer et ils préfèrent imposer les conditions de prêt qu'ils connaissent bien. Or, en matière de microfinance, il convient d'être novateur et d'admettre que cette activité implique une responsabilité sociale.

Q : En quoi les nouvelles technologies comme les téléphones mobiles et, plus généralement, les innovations financières changent-elles le paysage de la microfinance ?

R : Nous n'en sommes qu'au début des nombreuses possibilités de la technologie des téléphones mobiles pour la microfinance. Nous devons tous réfléchir très sérieusement aux moyens d'explorer cette nouvelle technologie.

Accès aux services financiers : qu'est-ce que la crise a changé ?

Penelope Hawkins¹

Introduction

La crise financière mondiale et la récession ont donné l'occasion de réfléchir au rôle des entreprises, des marchés et des banques centrales dans le développement de services financiers à même de soutenir l'activité économique. La crise a montré qu'un accès inapproprié au crédit peut compromettre la stabilité financière ; il reste que les populations à faible revenu ont grand besoin de services et de produits financiers adaptés.

La technologie moderne a ouvert des possibilités difficilement imaginables il y a seulement une décennie. De nouvelles formes de services financiers se font jour ; il ne faudrait pas que la réglementation entrave leur avènement. À terme, ces innovations devraient faciliter la mise en œuvre de mesures de stabilité financière. Le présent document recense les stratégies susceptibles d'aider les banques centrales à élargir l'accès aux services financiers en s'appuyant sur certains exemples de réussite sur le continent africain.

Les leçons de la crise en termes d'accessibilité

Pour certains, la récente crise financière dite « crise des *subprimes* » (prêts hypothécaires à risque) est une conséquence de l'octroi de prêts hypothécaires aux ménages à faible revenu qui a dégénéré en une énorme bulle sous l'effet de ventes excessives de produits connexes, d'octrois irresponsables de crédits et de reconstitutions abusives d'actifs. D'autres estiment qu'elle découle des rendements sans précédent de l'immobilier sur lesquels se fondaient les modèles d'initiation du crédit, ce qui s'est traduit par une sous-tarifcation. Quoi qu'il en soit, les incitations du côté de la demande comme de l'offre ont joué un rôle.

Cette forme inappropriée d'inclusion financière, caractéristique de la crise des *subprimes*, ne remet pas en cause la nécessité de faire en sorte que les ménages à faible revenu puissent bénéficier de services financiers. Comme de nombreux auteurs l'ont observé, les ménages des pays pauvres parviennent, sans recourir aux services financiers formels, à réaliser des transactions financières très diverses². Pour bien des pays en développement, l'inclusion financière est un objectif explicite, qui peut et qui devrait résister aux conséquences de la crise. L'accès insuffisant des ménages et petites entreprises au système financier est un frein au développement ; pour autant, des formes inappropriées d'inclusion iraient à l'encontre de la stabilité financière.

Disposer de moyens modernes de garde et de transfert de fonds fait gagner du temps et permet de se consacrer à des activités plus productives. Les choix d'un individu en termes d'éducation et d'activité professionnelle sont conditionnés par son niveau de richesse, or

¹ Le présent article a été rédigé, pour la BRI, par Penelope Hawkins, Feasibility (Pty) Ltd, Afrique du Sud (adresse de messagerie électronique : penelope.hawkins@feasibility.co.za). Stephen Cecchetti, Benedicte Vibe Christensen, Serge Jeanneau, Dubravko Mihajek et Philip Turner ont formulé d'utiles commentaires.

² Dittus et Klein (2011) en donnent une analyse intéressante.

l'accès à des services financiers adaptés peut être un facteur d'augmentation de la richesse. Par exemple, des services financiers simples peuvent favoriser la création d'entreprises, augmenter les capacités d'épargne et d'investissement, et ce faisant, avoir à terme des effets positifs sur la croissance et la répartition des revenus (Banque mondiale (2008)). L'élargissement de l'accès ne se justifie pas seulement par un souci d'équité ; il s'inscrit aussi dans une perspective de croissance économique et, partant, de stabilité (Shiimi (2010)).

Les banques centrales peuvent contribuer à l'encadrement du marché grâce à une réglementation bien conçue. Les banques commerciales, qui ont eu historiquement des coûts unitaires élevés, ont tardé, malgré les avantages conférés par leur situation, à fournir des produits à un coût abordable et assortis de services répondant aux besoins des consommateurs à faible revenu. Cependant, les nouvelles technologies de l'information et des télécommunications offrent des moyens inédits, et peu onéreux, de fournir des services financiers aux populations pauvres. Le cadre réglementaire devant favoriser l'accès financier et la stabilité du système, il ne peut ignorer les apports de l'innovation.

Ce cadre réglementaire comportera de multiples dimensions qui ne relèveront pas toutes de la banque centrale, dont le droit commercial et la *réglementation des affaires*. Une deuxième dimension est la *protection des consommateurs* qui nécessitera d'instaurer des mécanismes simples et transparents afin d'assurer la confiance des ménages à faible revenu dans les nouveaux systèmes de paiement. Une autre dimension est la *réglementation de la concurrence* et plus particulièrement, son respect dans le cadre de la prestation de services financiers. Les nouvelles technologies permettent au secteur non bancaire de fournir des services normalement réservés aux banques. Mais elles risquent aussi d'engendrer des externalités de réseau et induire, ce faisant, des éléments de monopole naturel. Enfin, un cadre réglementaire ne serait pas complet sans la *surveillance prudentielle*.

La réglementation doit comporter plusieurs caractéristiques qui sont particulièrement importantes pour l'accès financier. Elle doit donc :

- **être proportionnée aux risques** : Les règles doivent découler de l'évaluation des risques liés à l'innovation et être proportionnées. Il pourrait être nécessaire de modifier les règles de participation afin que divers acteurs et canaux puissent offrir des services financiers.
- **être propice à l'innovation** : Les processus réglementaires doivent favoriser l'innovation en étant ouverts au changement, qu'il soit nécessaire ou possible. Il peut s'agir, à cette fin, d'accueillir et d'évaluer des innovations qui dépassent le cadre réglementaire existant. Et les banques centrales peuvent avoir à traiter avec des établissements autres que des banques.
- **favoriser des prestations responsables** : La réglementation doit promouvoir la prestation responsable de services financiers, ce qui signifie que la protection des consommateurs doit être la priorité à la fois de l'organisme de réglementation, du fournisseur et du consommateur. Des aspects comme l'information, la transparence, l'éducation et les possibilités de recours en justice méritent l'attention, de même que la nature des services. L'offre de services d'épargne, moyennant des frais qui ne réduisent pas le capital, est particulièrement indiquée.

Les sections qui suivent abordent chacun de ces aspects, après un aperçu de l'accès financier dans les pays africains.

L'accès financier en Afrique

L'accès financier, ou inclusion financière, va bien au-delà de l'accès au crédit. Il inclut également la garde de fonds, l'accès à des produits d'épargne adaptés, à des services de

paiement et à l'assurance³. Il doit s'inscrire dans la durée et offrir des choix aux consommateurs. Ainsi, un produit d'épargne adapté permet aux ménages d'accumuler des fonds qui limitent leur besoin d'emprunter en cas de choc.

Le tableau 1 présente l'évolution d'indicateurs de l'accès financier entre 2005 et 2009, pour 23 pays d'Afrique. Nous nous concentrons ici sur les services bancaires, car nombreux sont ceux qui considèrent la mise à disposition d'un compte bancaire comme la première étape de la prestation de services financiers formels. L'importance accordée aux distributeurs automatiques de billets (DAB) est justifiée car, lorsque la clientèle évalue les services bancaires, elle tient largement compte de ces services offerts par les banques, en particulier de la proximité des DAB et des frais y afférents (voir Competition Commission of South Africa (2008) et Feasibility (2009)).

Depuis la réunion des gouverneurs des banques centrales d'Afrique organisée par la BRI en 2006 (BRI (2006)), l'accès financier a progressé dans de nombreux pays en développement. Il s'est amélioré dans tous les pays, à la fois sur le plan démographique et géographique et, dans certains cas, très nettement. Ainsi, sur la période 2005–2009, le nombre de DAB pour 100 000 personnes a plus que doublé dans 11 des 23 pays cités (tableau 1). En République démocratique du Congo et en Zambie, il a été multiplié par plus de cinq (il était, certes, très faible au départ). Des améliorations supplémentaires sont cependant nécessaires.

Néanmoins, les données du tableau 1 ne présentent qu'une image partielle de la réalité. Elles renseignent, en effet, sur l'offre de services, mais pas sur leur utilisation effective. Le nombre de comptes de dépôt auprès des banques commerciales, pour 1 000 adultes, constitue un meilleur indicateur de cette utilisation (tableau 2) ; il est complété par une estimation de la proportion d'adultes qui recourent aux services financiers formels. C'est ce que l'on appelle parfois l'indice Honohan⁴.

Le nombre de comptes bancaires pour 1 000 adultes va de 21 pour la République démocratique du Congo et 28 pour la Zambie à 2 109 pour Maurice (tableau 2). Le chiffre élevé dont fait état Maurice conduit à souligner qu'il s'agit du nombre de comptes, et non pas du nombre de déposants. En outre, en tant que centre financier extraterritorial, ce pays attire de nombreux déposants étrangers.

Répétons que les chiffres ne sont pas tout, les banques commerciales ne constituant qu'une source de comptes de dépôt parmi d'autres. Par exemple, dans certains pays, où le nombre de comptes auprès de banques commerciales pour 1 000 adultes est très bas, d'autres prestataires, tels que les banques coopératives et les établissements financiers publics, doivent aussi être pris en compte pour évaluer le niveau d'inclusion financière. Ainsi, le Kenya, Maurice, l'Ouganda et les Seychelles ont un secteur de banques coopératives solide, dont la clientèle représente plus de 5 % de la population. Dans d'autres pays, des établissements publics spécialisés proposent des comptes assortis de services de dépôt et d'épargne, voire de crédit. C'est notamment le cas au Botswana, au Maroc et en Tunisie.

³ La Princesse Máxima des Pays-Bas (2011) a donné la définition suivante : « l'inclusion financière désigne l'accès universel de quiconque en a besoin à une large gamme de services financiers proposés, à un prix raisonnable, par divers établissements solides et pérennes ».

⁴ L'estimation de Patrick Honohan concernant la proportion d'adultes utilisateurs de services financiers formels figure dans les statistiques du FMI sur l'accès financier.

Tableau 1

Indicateurs de l'accès financier dans un certain nombre de pays africains

	Nombre d'agences bancaires pour 100 000 adultes		Nombre de DAB pour 100 000 adultes		Nombre de DAB pour 1 000 km ²	
	2005	2009	2005	2009	2005	2009
Afrique du Sud	7,2	8,1	25,4	52,4	6,7	14,5
Algérie	4,8	5,4	1,5	5,8	0,1	0,6
Angola	0,8	0,6	1,7	9,6	0,1	0,8
Botswana	6,4	8,8	9,0 ¹	21,5 ²	0,3	0,5 ²
Congo, République démocratique	1,8	2,4	0,2	1,3	0,0	0,1
Égypte	3,6	...	1,8	...	1,2	...
Ghana	3,0	5,1	...	4,8 ²	...	3,0
Kenya	2,6	2,5	1,6	7,5	0,6	2,9
Lesotho	2,4	2,3	3,7	6,6	1,4	2,7
Madagascar	1,2	1,6	0,7	1,4	0,1	0,3
Malawi	1,8 ²	2,2 ²	...	2,7 ²	...	2,2 ²
Maroc	10,5	15,8	15,8 ¹	18,6 ²	...	9,3 ²
Maurice	20,5	23,2	33,4	39,1	154,2	187,7
Mozambique	2,0	2,9	...	4,9	...	0,8
Namibie	7,3	7,5	12,1 ¹	30,3	0,3	0,5
Nigéria	1,6	6,4
Ouganda	0,5	2,3	1,4	3,3	0,9 ¹	2,7 ²
Rwanda	1,0	2,3	0,2	0,8	0,5	1,9
Seychelles	30,2	34,5	25,3	34,5	45,7	65,2
Swaziland	5,8	5,7	11,5	18,7	4,4	7,6
Tanzanie	1,2	1,9	0,6	3,4	0,1	0,9
Tunisie	12,4	15,5	9,8	17,7	4,7	9,0
Zambie	1,5	3,6	0,7	6,4	0,1 ¹	0,6 ²
<i>Moyenne</i>	<i>5,8</i>	<i>7,5</i>	<i>7,5</i>	<i>14,3</i>	<i>13,8</i>	<i>18,7</i>

DAB = Distributeurs automatiques de billets.

¹ T. Beck *et al.* (2007). ² CGAP et Groupe de la Banque mondiale (2010).

Sources : Beck *et al.* (2007) ; CGAP et Groupe de la Banque mondiale (2009, 2010) : FMI, *Financial Access Survey* (www.fas.imf.org).

Tableau 2

**Indicateurs de l'utilisation des services financiers
dans un certain nombre de pays africains**

En 2009

	Nombre de comptes de dépôt auprès des banques commerciales pour 1 000 adultes	Inclusion financière (utilisation des services financiers formels) en % de la population adulte
Afrique du Sud	839,1	49,0 ²
Algérie	385,3	31,0
Angola	132,2	25,0
Botswana	506,3	47,0
Congo, République démocratique	20,9	1,0 ²
Égypte	...	41,0
Ghana	332,3	19,0 ²
Kenya	379,3	29,0 ²
Lesotho	254,4	17,0
Madagascar	45,2	21,0
Malawi	163,4	21,0
Maroc	265,3	39,0
Maurice	2 109,0	54,0
Mozambique	140,5	12,0
Namibie	752,0	28,0
Nigéria	461,0 ¹	15,0
Ouganda	173,2	21,0 ²
Rwanda	226,2	23,0 ²
Seychelles	330,2	...
Swaziland	463,9	35,0
Tanzanie	134,7	16,0 ²
Tunisie	639,7	42,0
Zambie	27,6 ¹	15,0
<i>Moyenne Afrique subsaharienne</i>	...	20,0
<i>Moyenne monde</i>	...	46,0

Note : Le nombre de comptes pour 1 000 adultes peut être supérieur à 1 000 étant donné que certains résidents peuvent détenir plus d'un compte et que les données incluent les comptes des non-résidents.

¹ Sur la base de CGAP et Groupe de la Banque mondiale (2010). ² Sur la base des sondages Gallup (2010).

Sources : Chaia *et al.* (2009) ; sondages Gallup (2010) ; CGAP et Groupe de la Banque mondiale (2010) ; FMI, *Financial Access Survey* (www.fas.imf.org).

Les données relatives aux niveaux d'inclusion témoignent de grandes différences entre les pays de l'échantillon (tableau 2). Pour ce qui concerne la population adulte qui utilise les services financiers formels, douze pays dépassent la moyenne de l'Afrique subsaharienne, qui ressort actuellement à 20 %. En font partie le Malawi (21 %) et la Tunisie (42 %). Seulement trois pays, à savoir l'Afrique du Sud, le Botswana et Maurice, affichent un niveau d'inclusion financière supérieur à la moyenne mondiale, qui est de 46 %⁵.

Globalement, comme pour la disponibilité des services, les données relatives à l'utilisation indiquent qu'il reste beaucoup à faire. Une condition préalable essentielle pour plusieurs pays est un engagement en faveur d'une stratégie explicite d'inclusion financière. Quelque 13 pays des 23 pays répertoriés dans les tableaux 1 et 2 (soit 56 % du total) ont adopté une telle stratégie (CGAP et Groupe de la Banque mondiale (2010)). La section suivante met en avant certains principes généraux et des exemples de réussite.

Les banques centrales et l'inclusion financière

Les banques centrales ont notamment pour mission de garantir la solidité et la stabilité financières, mais elles ne sauraient ignorer la demande d'une inclusion plus large. En contribuant à définir la forme que prend l'inclusion, elles peuvent faire en sorte qu'accès élargi et stabilité se renforcent mutuellement. De nombreuses banques centrales cherchent, par conséquent, à favoriser l'accès dans le cadre de leur objectif fondamental : disposer d'un système sûr, stable et efficace. Nous décrivons ci-dessous une réglementation proportionnée aux risques, propice à l'innovation et favorisant des prestations responsables.

a) Une réglementation proportionnée aux risques

La technologie est un moteur constant de l'innovation, ce dont témoigne notamment la révolution des services bancaires par téléphone portable. Les banques centrales ne doivent pas perdre de vue deux éléments clés : premièrement, les risques qu'une innovation peut induire pour la solidité du système, par rapport à ses éventuels avantages en termes d'accès ; deuxièmement, les risques liés à la réglementation, par rapport à l'innovation non encadrée. S'agissant de ce dernier élément, il faudra peut-être envisager de conférer davantage de pouvoirs réglementaires à la banque centrale.

Fundanga (2009) avance ainsi que :

« ... la réglementation doit faciliter, et non pas entraver, le développement, et elle doit créer un environnement bancaire optimal, dynamique et souple. Les organismes de réglementation doivent donc être ouverts aux nouvelles solutions, tandis que les concepteurs de solutions doivent les faire participer à l'élaboration de ces produits. »

Les banques centrales qui cherchent à promouvoir l'inclusion financière doivent se demander dans quelle mesure l'innovation pourrait nuire à la solidité du système, quand elles considèrent les éventuels avantages que l'on peut tirer d'un élargissement de la clientèle des services financiers. Partant de cette évaluation, il faut élaborer et appliquer une réglementation proportionnée. Les principes généraux énoncés dans un rapport du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et de la Banque mondiale sur les services de transfert de fonds pour les travailleurs migrants donnent certaines orientations de base aux banques centrales (encadré 1).

⁵ Les niveaux pour l'Afrique subsaharienne et pour le monde proviennent du CGAP et de la Banque mondiale (2010).

Encadré 1

Principes généraux d'accès inspirés des principes relatifs aux services de transfert de fonds pour les travailleurs migrants

Les banques centrales ont pour mission d'assurer la stabilité du système financier tout en favorisant un accès approprié. Pour ce dernier objectif, elles pourront se référer utilement au document « *Services de transfert de fonds pour les travailleurs migrants – Principes généraux* », publié en 2007 par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et la Banque mondiale. Les grands principes qui y sont mis en exergue peuvent facilement être transposés à l'accès financier, comme ci-après :

Transparence et protection des consommateurs

Principe général 1. Le marché des services financiers devrait être transparent et permettre une protection adéquate des consommateurs.

Infrastructure de paiement

Principe général 2. Il conviendrait d'encourager les améliorations de l'infrastructure de paiement susceptibles d'accroître l'efficacité des services financiers.

Environnement juridique et réglementaire

Principe général 3. Les services financiers devraient bénéficier d'un cadre juridique et réglementaire stable, prévisible, non discriminatoire et proportionné à son objet.

Structure de marché et concurrence

Principe général 4. La concurrence devrait être favorisée dans le secteur des services financiers, notamment au niveau de l'accès à l'infrastructure de paiement nationale.

Gouvernance et gestion des risques

Principe général 5. Les services financiers devraient être soutenus par des pratiques appropriées en matière de gouvernance et de gestion des risques.

Ces grands principes rappellent utilement que, tout comme il est possible de favoriser les transferts de fonds des travailleurs migrants dans le contexte d'un système financier solide et sûr, on peut aussi promouvoir l'accès financier tout en veillant à la stabilité.

Naturellement, les banques centrales peuvent décider d'ignorer les innovations et espérer qu'en cas de défaillance dans un segment non réglementé la réputation de l'ensemble du secteur financier ne sera pas affectée et que le public ne subira que des pertes minimales. Il peut être nécessaire d'élargir le périmètre réglementaire aux prestataires non bancaires et aux produits qui constituent des quasi-substituts aux services bancaires s'il y a lieu de penser que ces offres répondent à un besoin et que les consommateurs y souscriront de toute façon. Une réglementation peut, en pareil cas, mieux servir les intérêts des consommateurs que les seules forces du marché.

On trouve dans les opérations de paiement un excellent exemple de l'offre de quasi-substituts aux services bancaires par des établissements non bancaires. Les banques centrales ont dû repenser leur façon d'envisager la participation au système de paiement. Ainsi, la Zambie a promulgué une loi sur le système national de paiement en 2007. Aux termes de cette loi, la banque centrale du pays effectue sa propre sélection parmi les entreprises désireuses d'offrir des services de transfert de fonds, des services bancaires par téléphone portable et autres services de paiement. Ce faisant, elle est en mesure de surveiller les transactions et de veiller à ce que seuls les établissements sûrs et efficaces soient autorisés à proposer ces types de services (Kankasa-Mabula (2009)). En créant différents échelons dans la structure qui réglemente le système de paiement, on peut définir les critères explicites d'une réglementation proportionnée aux risques et exercer une surveillance appropriée. Depuis l'adoption de cette loi de 2007, la banque centrale de la

Zambie a pu concevoir quatre systèmes de paiement, qui comptent, à l'heure actuelle, 17 participants et 30 établissements (Banque de Zambie (2010)).

Une autre solution consiste en des agents bancaires qui font appel aux commerçants, aux bureaux de poste et aux pharmacies pour offrir des services financiers modulables (Hannig et Jansen (2010)). On peut aussi envisager des agréments bancaires différenciés, qui permettent de moduler la réglementation en fonction du type de service autorisé, sans pour autant exacerber l'instabilité (Hawkins (2006)).

b) Une réglementation propice à l'innovation

Affirmer que l'innovation technologique a souvent une longueur d'avance sur la réglementation s'apparente à une lapalissade. Mais il est aussi vrai qu'une réglementation susceptible d'être très efficace vis-à-vis des banques commerciales peut paralyser l'innovation provenant d'autres branches d'activité. En particulier, les conditions imposées aux banques pour la délivrance d'un permis d'activité peuvent constituer un obstacle non négligeable à la création de services de dépôt et de paiement. Il s'agit là d'un problème délicat pour les banques centrales désireuses de favoriser l'accès financier tout en veillant à la stabilité du système.

Au Kenya, M-PESA, le service de transfert de fonds par téléphonie mobile, est un exemple de la façon dont la banque centrale peut encourager l'innovation tout en exerçant une surveillance de son impact sur le marché et les consommateurs (encadré 2). Au départ, M-PESA a eu l'idée d'utiliser les téléphones portables comme moyens de transfert de fonds, les magasins de téléphonie mobile servant de points de collecte et d'envoi de fonds. Contre une commission modique, le client effectuait un versement auprès d'un magasin et envoyait un texto au bénéficiaire, qui pouvait dès lors retirer l'argent auprès du magasin le plus proche, sur présentation d'une pièce d'identité. Ces transactions étaient reflétées dans les comptes bancaires isolés du réseau. Ce système, une première mondiale, a permis de répondre à un besoin en partant du constat que plus de 80 % de la population avaient accès à un téléphone portable, mais que seulement 20 % disposaient d'un compte bancaire. Les transferts opérés exclusivement *via* un compte bancaire ne répondaient donc pas aux besoins de nombreux bénéficiaires potentiels. Au Kenya, les processus réglementaires étaient suffisamment flexibles pour permettre de piloter l'innovation tout en la contrôlant. En l'occurrence, la Banque centrale du Kenya a recouru au secteur non bancaire pour atteindre son objectif d'amélioration de la réglementation financière.

Autre exemple : l'approche adoptée par les autorités ougandaises pour remédier aux carences de l'infrastructure financière et aux problèmes d'identification personnelle, grâce à un partenariat avec une entreprise de technologie non bancaire. Désormais, des cartes d'identification nationale biométriques (validées par la banque centrale) permettent aux particuliers de débiter ou de créditer des montants et d'utiliser des services bancaires par téléphone portable, ainsi que des services de transfert électronique de fonds (MAP International (2009)). Il a fallu ici faire appel à des technologies nouvelles pour élargir l'accès aux populations rurales vivant dans des zones reculées.

c) Une réglementation favorisant des prestations responsables

L'organisme de réglementation doit être au fait des incitations tant du côté de l'offre que du côté de la demande. S'il ne peut guère influencer les incitations du côté de la demande, il peut s'employer à garantir une offre responsable en termes d'information, de transparence, d'éducation et de possibilités de recours en justice. Si certains de ces éléments peuvent ne pas être directement du ressort de la banque centrale (présence de médiateurs, par exemple), il peut être utile que cette dernière participe à un dialogue national en faveur d'une prestation de services responsable (Pandit (2011)).

Encadré 2

Kenya : une réglementation favorisant les services bancaires par téléphone portable

Le fait que M-PESA (« m » pour mobile, « pesa » désignant l'argent liquide en swahili) ait réussi à renforcer l'accès aux transferts de fonds par téléphone portable et à assurer l'accès à plusieurs services financiers de base a été universellement salué (*The Economist*, 24 septembre 2009, notamment). M-PESA est un exemple de mise à profit réussie de la technologie en faveur de populations exclues. Mais c'est aussi un exemple de réglementation intégrée et évolutive.

La Banque centrale du Kenya (CBK) a largement contribué au succès de l'inclusion financière *via* la téléphonie mobile, ayant admis que la législation peut avoir du retard sur l'innovation technologique (Kimenyi et Ndung'u (2009)). Cependant, chargée de « formuler et mettre en œuvre des mesures visant à promouvoir l'instauration, la réglementation et la surveillance de systèmes efficaces et efficaces de paiement, de compensation et de règlement »¹, elle a décidé de permettre à l'innovation de devancer l'évolution de la législation. Dans le même temps, elle a été sensible à la nécessité de garantir la stabilité et d'observer les tendances nouvelles.

Lorsque la solution innovante proposée par Safaricom, en collaboration avec Vodafone² lui a été présentée en 2007, la CBK a pu, lors d'une phase pilote, évaluer les risques liés à ce produit et se rendre compte que celui-ci ne faisait pas intervenir de dépôts en raison de l'absence d'intermédiation. En outre, les montants transférés étaient isolés et les établissements concernés n'y avaient pas accès. Après cette phase pilote, qui a été concluante, la CBK a énoncé ses exigences concernant l'information et remis à Safaricom une lettre de non-opposition à ce projet. Elle imposait notamment le suivi mensuel d'indicateurs prédéfinis et aussi des réunions régulières avec les principales parties prenantes (Nyaoma (2009)). Si les risques liés aux services bancaires par téléphone portable sont notamment « des mouvements de fonds frauduleux, des dysfonctionnements du réseau et une asymétrie de liquidités au niveau des points de paiement » (Kimenyi et Ndung'u (2009)), la CBK était persuadée qu'ils ne l'emportaient pas sur les avantages.

Le service M-PESA ayant été très favorablement accueilli par les consommateurs, tant pour les transferts que pour le stockage de fonds à court terme, la CBK a évalué chaque produit au cas par cas (Nyaoma (2009)). Depuis lors, elle a amendé la législation pour y intégrer les paiements par téléphone portable et pour autoriser les agents à accepter des dépôts au nom des banques. En outre, elle a récemment publié des règles relatives à la cybermonnaie (Ndung'u (2011)). Entre-temps, M-PESA a enrichi son offre de services financiers par l'intermédiaire de la coentreprise créée avec Equity Bank et de son système M-KESHO, plus étendu, de banque sur téléphone portable. L'offre M-PESA a ainsi évolué, passant d'un mécanisme initial de transfert de fonds d'un individu à un autre à des prestations incluant le paiement de factures de gaz, d'eau et d'électricité, le versement de salaires et la mobilisation de dépôts (Ndung'u (2011)).

¹ *Central Bank of Kenya Act*, section 4(A) (1) (d).

² Business call to action, 2011.

Les banques centrales peuvent jouer un rôle plus actif en veillant à ce qu'il y ait, du côté de l'offre, suffisamment d'incitations au profit des services financiers essentiels, comme les comptes d'épargne. Si les prestataires sont encouragés à fournir des produits très rentables, tels que le crédit, en revanche, ils sont peut-être moins enclins à proposer des comptes d'épargne.

Or, les services d'épargne sont importants non seulement parce qu'il s'agit de services financiers utiles, mais aussi parce qu'ils créent la confiance dans les établissements financiers (ce qui est important pour la stabilité) et offrent au consommateur le choix pour l'utilisation appropriée d'autres services financiers. Ainsi, un individu capable d'épargner ne sera pas contraint de s'endetter pour faire face à un choc financier personnel. Il pourra, de surcroît, décider de se prémunir contre une telle éventualité. En l'absence de services d'épargne non grevés par des frais pénalisants, le consommateur n'a pas ces options.

Parmi les mécanismes qui visent à encourager les services d'épargne figurent la hiérarchisation du système bancaire (création de banques coopératives et de coopératives de crédit) et les directives relatives à la cybermonnaie pour l'épargne de faibles montants.

Conclusion

En adoptant des mesures favorisant l'inclusion financière, les banques centrales doivent tenir compte du fait qu'un accès inapproprié peut accroître le risque d'instabilité, d'autant que les technologies nouvelles permettront aux nouveaux établissements de diffuser les services financiers auprès d'un grand nombre de ménages à faible revenu. Les banques centrales peuvent veiller à ce que cet accès élargi soit adapté et qu'il n'aille pas à l'encontre de leur mandat de stabilité.

Pour ce faire, les banques centrales devront sans doute élargir le périmètre de la surveillance réglementaire. Leur rôle devra être non seulement proportionné aux risques mais aussi propice à l'innovation. Conjointement avec l'encouragement de prestations responsables, il en découlera des contraintes supplémentaires pour les banques centrales. De surcroît, celles-ci devront renforcer la communication interne entre leurs départements et la communication externe avec les autorités et autres parties prenantes.

Bibliographie

Banque des Règlements Internationaux (2006) : *Les banques centrales et le défi du développement*, www.bis.org/events/cbcd06_fr.pdf

Banque mondiale (2008) : Finance for all? Policies and pitfalls in expanding access, http://siteresources.worldbank.org/INTFINFORALL/Resources/4099583-1194373512632/FFA_book.pdf

Banque de Zambie (2010) : *SADC Payments System Project: Zambia progress report for the period April 2009 to March 2010*.

Beck, T. A. Demirgüç-Kunt et M. S. Martinez Peria (2007) : « Reaching out: access to and use of banking services across countries », *Journal of Financial Economics* 85 (1), pp. 234–266.

Business Call to Action (2011) : *Vodafone: expanding access to financial services*, www.businesscalltoaction.org/wp-content/files_mf/1287678958BCtAVodafoneCaseStudyForWeb.pdf

CGAP et Groupe de la Banque mondiale (2010) : *Financial Access 2010: the state of financial inclusion through the crisis*, Groupe consultatif d'assistance aux pauvres, http://www.cgap.org/gm/document-1.9.47743/FA_2010_Financial_Access_2010_Rev.pdf

Chaia. A., A. Dala, T. Goland, M. Gonzalez, J. Morduch et R. Schiff (2009) : Financial Access Initiative, http://financialaccess.org/sites/default/files/110109%20HalfUnbanked_0.pdf

Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et Banque mondiale (2007) : *Services de transfert de fonds pour les travailleurs migrants – Principes généraux*, janvier, <http://www.bis.org/publ/cpss76fr.pdf>

Competition Commission of South Africa (2008) : *Banking enquiry: report to the Competition Commissioner by the Enquiry Panel – executive overview*, www.southafrica.to/Banks/news/2008/competition-commission-banking-enquiry.pdf

Dittus, P. et M. Klein (2011) : *On harnessing the potential of financial inclusion*, BIS Working Paper, n° 347. <http://www.bis.org/publ/work347.pdf>

Feasibility (2009) : *Fees and charges for financial services in Namibia and their effect on the access of the poor and the MSME to these services*, rapport destiné au ministère namibien des Finances.

Fundanga, C. (2009) : « Improving financial inclusion in Zambia », allocution du Gouverneur de la Banque de Zambie lors de la Celpay Mobile Banking Conference, Lusaka, 16–17 septembre, www.bis.org/review/r090922c.pdf

Hannig, A. et S. Jansen (2010) : « Financial inclusion and financial stability: current policy issues », *ADB Working Paper Series*, n° 259, Institut de la Banque asiatique de développement, <http://adbi.org/files/2010.12.21.wp259.financial.inclusion.stability.policy.issues.pdf>

Hawkins, P. (2006) : « Financial access and financial stability », in Banque des Règlements internationaux, *Les Banques centrales et le défi du développement*, http://www.bis.org/events/cbcd06_fr.pdf

Kankasa-Mabula, T. (2009) : « Modernising Zambia's payment system », allocution du Vice-Gouverneur de la Banque de Zambie lors du lancement de produits financiers par Ecobank, Lusaka, 16 décembre, <http://www.bis.org/review/r100120h.pdf>

Kimenyi M. et N. Ndung'u (2009) : « Expanding the financial services frontier: lessons from mobile phone banking in Kenya », Brookings Institution, 16 octobre, http://www.brookings.edu/articles/2009/10/16_mobile_phone_kimenyi.aspx

MAP International (2009) : « Transforming financial services for under-served markets », www.mapinternational.net

Ndung'u, N. (2011) : « Strengthening regulatory frameworks in the finance industry – a key enabler for private sector development », allocution du Gouverneur de la Banque centrale du Kenya lors de la conférence sur la banque et la finance en Afrique, Nairobi, 21 février, <http://www.bis.org/review/r110315b.pdf>

Nyaoma, G. (2009) : « Regulating mobile money: the case of M-PESA », présentation par le Directeur des services bancaires, Banque centrale du Kenya, lors de l'Alliance for Financial Inclusion Global Policy Forum, Nairobi, 16 septembre, www.afi-global.org/en/phoca-speeches-global-policy-forum?download=80%3Aqpf-2009-presentation-nyaoma

Pandit, V. (2011) : « Ensuring financial inclusion should be part of 'business as usual' for banks », in *How to run a bank 2011*, www.thebanker.com/

Princesse Máxima (2011) : Allocution prononcée à l'occasion du séminaire sur l'inclusion financière, Hanoi, 29 mars, http://www.uncdf.org/english/about_uncdf/docs/SPEECH_HRH_P-MAXIMA_FIS_HANOI_21MARCH2011.pdf

Shiimi, I. (2010) : « Financial Inclusion – an imperative towards Vision 2030 », allocution annuelle du Gouverneur de la Banque de Réserve de Namibie, 28 octobre, <http://www.bis.org/review/r101214c.pdf>

Gouvernance des banques centrales et stabilité financière : questions pouvant présenter un intérêt particulier pour l'Afrique

Serge Jeanneau¹

1. Introduction

La récente crise financière mondiale soulève de nouvelles questions à propos du rôle que les banques centrales peuvent jouer dans le maintien de la stabilité financière. En quoi un tel rôle influencerait-il sur la gouvernance de ces institutions ? La stabilité financière étant, elle-même, difficile à définir, il reste beaucoup à faire pour concevoir des structures de banque centrale permettant aux dispositifs de stabilité financière de bien fonctionner. La présente note se penche sur les principaux enjeux et sur les aspects qui pourraient intéresser particulièrement l'Afrique.

2. La réforme des dispositifs de stabilité financière

On admet généralement que, pour assurer la stabilité financière, la politique prudentielle doit comporter une dimension macro. Il ne faut donc pas se pencher uniquement sur les risques de chaque établissement, mais prendre en compte ceux de l'ensemble du système, qui, pour maintes raisons, ne correspondent pas à la simple agrégation des risques individuels. L'une de ces raisons tient aux externalités : les liens entre intermédiaires financiers et entre marchés engendrent des expositions communes susceptibles de mettre en péril le système dans son ensemble (contagion). Deuxième raison : les effets de réseau par lesquels la défaillance ne serait-ce que d'un petit établissement pourrait avoir des répercussions sur le système tout entier. Expositions communes ou réactions identiques face à des chocs pourraient accentuer ces effets. Une troisième raison est la procyclicité, c'est-à-dire la tendance du système à amplifier les chocs macroéconomiques ou les chocs financiers mondiaux.

Dans un certain nombre de pays, le débat sur la meilleure façon de remédier aux insuffisances des dispositifs de stabilité financière en place a été intense ces dernières années. Des propositions concurrentes ont été avancées par les organismes chargés, directement ou indirectement, de la stabilité financière, ainsi que par le secteur financier, par des élus et par les milieux universitaires. L'objectif est de veiller au fonctionnement sans heurts du système financier et d'éviter de nouveaux épisodes de crise financière généralisée. Malgré la diversité des projets de réforme (analysés ci-après), il est largement admis que l'élaboration d'un cadre de politique macroprudentielle sera cruciale pour la stabilité financière et que les banques centrales joueront un rôle clé dans ce processus.

Les banques centrales sont, en effet, bien placées pour exercer de plus grandes responsabilités dans la surveillance macroprudentielle.

- Parce que les banques centrales conduisent la politique monétaire, elles privilégient une vision macroéconomique et connaissent bien les interdépendances entre marchés, établissements et infrastructures du secteur financier, ce qui leur procure un avantage comparatif dans l'exercice d'une fonction macroprudentielle.

¹ L'auteur tient à remercier David Archer, Anne Mackenzie, Dubravko Mihaljek et Philip Turner pour leurs commentaires, ainsi qu'Emir Emiray et Emese Kuruc pour leur assistance technique.

- Elles ont un intérêt intrinsèque à empêcher l'instabilité financière, car celle-ci peut nuire à l'activité économique, à la stabilité des prix et à l'efficacité du mécanisme de transmission monétaire.
- Elles constituent l'ultime source de liquidité (réserves bancaires) pour l'économie, et la stabilité financière suppose une liquidité appropriée.

Plusieurs pays sont aussi en train d'octroyer à leur banque centrale un rôle plus important en matière de surveillance microprudentielle. Ainsi, aux États-Unis, c'est désormais la Réserve fédérale qui supervise toutes les entreprises d'importance systémique (y compris non bancaires). Au Royaume-Uni, certaines des responsabilités actuellement assumées par l'autorité microprudentielle, la Financial Services Authority, seront transférées à la Banque d'Angleterre en 2012.

C'est l'existence de synergies entre les fonctions macroprudentielle et microprudentielle qui motive cet élargissement des attributions des banques centrales. La mise à profit de ces synergies doit notamment :

- permettre un enrichissement mutuel, avec, à la clé, une politique microprudentielle plus efficace grâce à l'accès aux informations sur la situation macroéconomique et financière (ainsi que sur les liens entre établissements), et une meilleure politique macroprudentielle grâce à l'accès aux informations sur les risques des différents établissements ;
- permettre au prêteur en dernier ressort d'intervenir en se fondant sur les informations qui émanent des fonctions macroprudentielle et microprudentielle ;
- accroître le degré de coordination entre politiques monétaire et macroprudentielle, étant donné l'importance des informations sur le comportement dynamique du système financier pour l'efficacité de la politique monétaire et inversement (Mishkin (2011)).

Le regroupement des fonctions monétaire et prudentielle au sein de la banque centrale offre plusieurs avantages : accès direct aux informations sur les établissements, suivi plus poussé des marchés et de la macroéconomie, meilleure réactivité décisionnelle. Toutefois, il n'est pas aisé d'adopter une perspective macroprudentielle sans perdre de vue la fonction principale de politique monétaire.

3. Problèmes posés par la réforme des dispositifs de stabilité financière

Beaucoup de banques centrales estiment que le maintien de la stabilité financière fait partie intégrante de leurs responsabilités existantes. Que ce soit ou non le cas, un tel objectif impose des choix délicats.

i. Difficulté à spécifier le mandat et les instruments

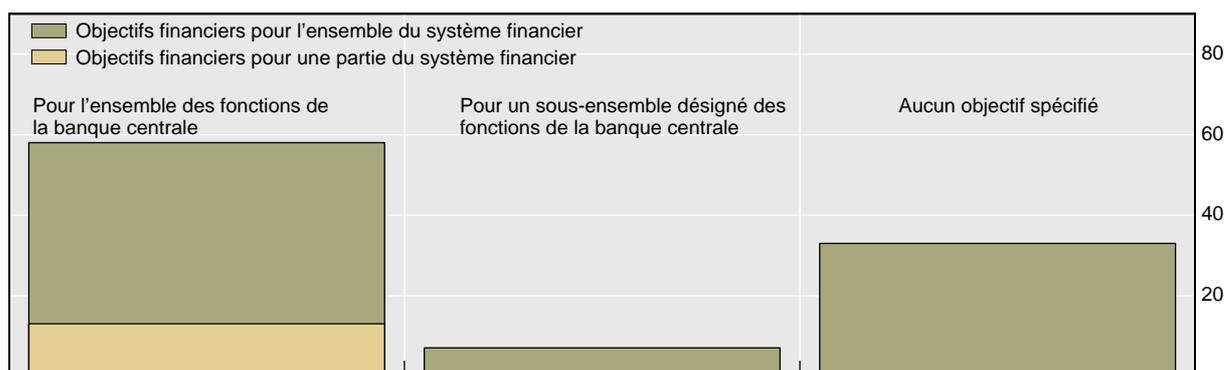
Il est tout d'abord difficile de définir le mandat de la banque centrale en ce qui concerne la stabilité financière. D'après les enquêtes, les banques centrales, à une majorité écrasante, considèrent que la surveillance de la stabilité financière et la politique y afférente relèvent entièrement d'elles ou constituent une responsabilité partagée (BRI (2009)). Cependant, leur mandat à cet égard est rarement explicite, car ce concept est difficile à définir. Aucun objectif de stabilité financière n'est énoncé dans environ un tiers des lois régissant la banque centrale (graphique 1). Dans nombre d'autres cas, cet objectif est mentionné en relation avec une mission microprudentielle, par exemple surveiller les établissements financiers, veiller au bon fonctionnement de composantes clés de l'infrastructure financière (systèmes

de paiement et de règlement, en particulier) ou, à titre exceptionnel, intervenir comme prêteur en dernier ressort. Et, lorsqu'ils existent, les objectifs de stabilité financière sont souvent plus vagues que les objectifs de politique monétaire. On peut mesurer la stabilité des prix, mais pas la stabilité financière.

Graphique 1

Objectifs de stabilité financière dans les lois sur les banques centrales

Pourcentage de lois mentionnant la « stabilité » ou un terme équivalent
Fin 2010



Note : D'après une étude portant sur 97 lois et statuts relatifs aux banques centrales.

Source : BRI.

Le rapport d'un groupe d'étude sous la présidence de Stefan Ingves, Gouverneur de la Banque centrale de Suède (ci-après le « Rapport Ingves »), souligne en premier lieu qu'un mandat mal défini est source d'importantes difficultés. Tout d'abord, en l'absence d'un mandat suffisamment précis, les autorités ne peuvent pas savoir ce que l'on attend d'elles. En outre, si le mandat manque de clarté, elles ne sont pas à même de comprendre les priorités sociétales lorsque les circonstances nécessitent des actions contradictoires avec d'autres éléments de politique. Autre difficulté : il pourrait arriver que les autorités ne soient pas tenues pour responsables de mesures pour lesquelles elles devraient l'être, et qu'elles soient tenues pour responsables de la réalisation d'objectifs qu'elles n'ont pas été clairement chargées d'atteindre et que, faute de moyens, elles ne peuvent pas concrétiser. En l'absence de mandat clair, il est aussi pratiquement impossible au public de prévoir l'orientation des mesures dans différents scénarios, d'où le risque d'un décalage entre ses propres attentes et les intentions de la banque centrale.

De plus, la politique macroprudentielle n'est pas encore dotée d'un ensemble d'instruments qui lui sont spécifiques. Jusqu'à une date récente, on pensait que, si les politiques monétaires veillent à la stabilité des prix à un horizon temporel suffisamment lointain, la stabilité financière serait également assurée à encore plus long terme. De fait, la stabilité financière était traitée comme un quasi-sous-produit de la stabilité monétaire. Ce n'est plus le cas aujourd'hui. Il est à présent admis que cette approche étroite, axée sur la stabilité des prix, risque périodiquement de créer, ou d'exacerber, des déséquilibres financiers, et conduire ainsi à des corrections majeures et déstabilisantes.

Étant donné que les cadres de la politique monétaire ne suffisent pas pour la réalisation du double objectif (stabilité monétaire et stabilité financière), des instruments supplémentaires sont nécessaires pour assurer la stabilité financière. L'un d'eux est, à l'évidence, la fonction de prêteur en dernier ressort exercée par la banque centrale pendant une crise. Toutefois, les instruments qui n'ont pas pour objectif premier la stabilité « macro » peuvent avoir une visée préventive. Ainsi, une grande partie des règles de surveillance définies pour la

réalisation de l'objectif « micro » qui consiste à préserver la solidité des banques ou de leurs emprunteurs peut également servir un objectif macroprudentiel.

Tableau 1
**Instruments macroprudentiels, par élément de vulnérabilité
et par composante du système financier**

		Composante du système financier				
		Banque ou établissement de dépôt		Investisseur non bancaire	Marché des valeurs mobilières	Infra-structure financière
		Bilan ¹	Contrat de prêt			
Élément de vulnérabilité	Effet de levier	<ul style="list-style-type: none"> Ratio des fonds propres Pondérations du risque Provisionnement Restrictions de distribution des bénéfices Limitation de l'expansion du crédit 	<ul style="list-style-type: none"> Plafond sur ratio prêt/valeur Plafond sur ratio service de la dette/revenu Plafond sur échéance 		<ul style="list-style-type: none"> Exigences sur marge/décote 	
	Risque de liquidité ou de marché	<ul style="list-style-type: none"> Exigences de liquidités/réserves obligatoires Limitation des prêts en devises Plafond sur asymétrie de devises Plafond sur positions de change ouvertes 	<ul style="list-style-type: none"> Règles de valorisation (par exemple, fonds de placement monétaires) 	<ul style="list-style-type: none"> Réserves obligatoires en monnaie locale ou en devises 	<ul style="list-style-type: none"> Opérations au bilan de la banque centrale 	<ul style="list-style-type: none"> Négoce sur les marchés organisés
	Interconnexions	<ul style="list-style-type: none"> Limitation de la concentration Exigence de fonds propres supplémentaire pour les établissements d'importance systémique Subsidiarisation 				<ul style="list-style-type: none"> Contreparties centrales

¹ Les exigences de fonds propres et autres exigences relatives au bilan s'appliquent aussi aux assureurs et aux fonds de pension, mais nous nous concentrons ici sur les types d'établissements les plus importants pour l'intermédiation du crédit.

Source : Comité sur le système financier mondial (2010).

L'étude des instruments qui conviendraient le mieux à la politique macroprudentielle en est encore à ses débuts (CSFM (2010), Galati et Moessner (2011) et Moreno (2011)). Plusieurs instruments pourraient potentiellement être mis en œuvre aux fins de cette politique (tableau 1), mais les autorités ne savent pas encore précisément comment. Autre problème :

la capacité de ces instruments à assurer la stabilité financière demeure très incertaine (Blanchard (2011)). On ne connaît pas non plus les interactions possibles entre instruments et, si l'on dispose de plusieurs instruments dont l'efficacité n'est pas démontrée, on risque de les utiliser de manière contreproductive.

De surcroît, beaucoup de grandes questions ne sont pas résolues et bien des risques associés aux politiques ne sont pas encore évalués. Par exemple, la politique macroprudentielle a-t-elle pour finalité d'accroître la résilience des banques ou d'atténuer les mouvements cycliques des prix des actifs ? Les limitations imposées dans le cadre de la politique macroprudentielle pourraient-elles déboucher sur un excès de réglementation et sur du protectionnisme (avec un risque supplémentaire pour l'innovation et la croissance) ?

ii. Remise en question de l'autonomie décisionnelle

Une autre question est de savoir si l'attribution de nouveaux pouvoirs dans le domaine de la stabilité financière pourrait nuire à l'autonomie des décisions de politique monétaire. Jusqu'à présent, nombre de banques centrales ont pu concevoir leur politique monétaire à l'abri des pressions politiques à court terme, car : a) il est relativement aisé de spécifier les objectifs de politique monétaire ; b) le résultat de leurs actions peut être facilement comparé aux objectifs recherchés ; c) la coordination avec la politique budgétaire est généralement assurée par deux entités autonomes. Cependant, les objectifs de politique monétaire et de stabilité financière sont parfois divergents. L'ajout d'un mandat macroprudentiel plus flou et la possibilité de recourir aux leviers réglementaires de façon plus active pourraient remettre en cause cette approche. Étant donné qu'il est difficile, dans la pratique, d'appliquer la politique macroprudentielle et d'en mesurer l'efficacité, la classe politique pourrait souhaiter influencer davantage sur les décisions au quotidien. Certains considèrent d'ailleurs que la concentration de plusieurs fonctions de politique publique au sein d'une seule et même institution serait incompatible avec le principe d'équilibre des pouvoirs qui prévaut dans une société ouverte.

En outre, la banque centrale risque d'être exposée à des pressions plus fortes de groupes d'intérêts, car les décisions relatives à la stabilité financière sont plus susceptibles d'être perçues comme touchant directement tel ou tel groupe d'intérêts que les décisions de politique monétaire. Les services financiers et l'immobilier, par exemple, pourraient pratiquer un lobbying intense contre tout durcissement des règles prudentielles. Les plans d'urgence, sous la forme d'un net abaissement des taux directeurs ou d'opérations de sauvetage, pourraient également bénéficier à certains acteurs financiers au détriment d'autres.

iii. Risque de dispersion de l'action

L'ajout de nouvelles fonctions pourrait aussi accroître le risque de dispersion de l'action des dirigeants. Les politiques monétaire, macro- et microprudentielle requièrent chacune un cadre intellectuel et des compétences très différents. Dans plusieurs pays, c'est, dans une large mesure, par peur de nuire à l'efficacité et à la crédibilité du processus de politique monétaire que l'on a demandé à la banque centrale de se concentrer sur un objectif de stabilité des prix. Cette attention serait peut-être plus difficile à maintenir si un nouveau mandat était introduit.

iv. Risque de fragilisation des responsabilités

Rendre des comptes sur la politique de stabilité financière se révélera une tâche particulièrement délicate pour les banques centrales. Comme indiqué plus haut, les objectifs et les actions ne peuvent pas être spécifiés aussi précisément pour la politique financière que pour la politique monétaire. De surcroît, ils sont susceptibles d'entrer en conflit avec d'autres objectifs. L'évaluation de l'efficacité avec laquelle la banque centrale atteint ces

objectifs manquera donc forcément de précision, ce qui pourrait limiter sa capacité de rendre effectivement compte.

v. Problème de coordination des actions

La politique de stabilité financière comporte de multiples aspects : élaboration des stratégies, définition des règles, contrôle et interventions d'urgence. Par nécessité, la banque centrale sera amenée à partager toute responsabilité dans ces deux domaines avec d'autres organismes publics. Les intérêts de ces organismes, qui se recoupent, et leur interaction avec les décideurs politiques, doivent par conséquent être gérés. Des mécanismes de coordination efficaces sont particulièrement importants pour la gestion des crises, mais également pour la prévention des crises. Si l'on entend assigner à la banque centrale un rôle pivot dans la politique macroprudentielle, il est nécessaire d'instaurer des structures décisionnelles permettant de calibrer, avec une coordination en interne, les cadres monétaire, macro- et microprudentiel. Il faut aussi que les analyses et les actions de la banque centrale soient coordonnées avec celles des autres organismes.

4. À la recherche d'un dispositif institutionnel approprié

Plusieurs configurations sont envisageables pour la répartition des fonctions entre organismes compétents, et chacune requiert un cadre de gouvernance spécifique. Le Rapport Ingves présente quatre grandes configurations visant à prévenir les crises financières. Chaque modèle comporte des avantages et des inconvénients par rapport aux problèmes posés plus haut.

i. Une politique macroprudentielle à responsabilité partagée

Une première approche consiste à créer un conseil macroprudentiel ou du risque systémique pour coordonner les activités des différents organismes chargés de la stabilité financière. C'est la solution retenue par l'Union européenne et par les États-Unis (voir l'annexe 1, qui synthétise les dispositifs adoptés dans divers pays). Sachant que la politique macroprudentielle nécessite à la fois des analyses macro- et microéconomiques et que sa mise en œuvre s'appuie principalement sur des instruments de politique monétaire et microprudentielle, il semble logique de coordonner les décisions d'organismes qui sont par ailleurs distincts et indépendants.

Une question cruciale se pose : ce conseil est-il simplement une structure destinée à l'analyse conjointe et à l'exercice de pressions par les pairs, ou une instance décisionnelle à part entière ? En d'autres termes, les organismes qui y sont représentés conservent-ils leur autonomie sur leur sphère de compétence, ou le conseil peut-il orienter leurs actions (et même celles de non-membres) ?

Le Comité européen du risque systémique (CERS), opérationnel depuis début 2011, ne dispose pas de pouvoirs directifs formels². Il œuvre selon le principe de l'examen par les pairs et est habilité à adresser des recommandations ou des avertissements à un large éventail d'autorités européennes de surveillance et directement aux États membres, lorsque les risques systémiques sont jugés significatifs. Les destinataires potentiels de ces recommandations ou avertissements peuvent être invités par l'instance dirigeante du CERS à présenter leur point de vue avant qu'une action ne soit lancée. La même instance évaluera dans quelle mesure les recommandations ou les avertissements ont été suivis d'effets.

² <http://www.esrb.europa.eu/about/background/html/index.fr.html>

Cependant, c'est sur décision à la majorité de ses membres que les recommandations ou avertissements seront rendus publics.

Aux États-Unis, le Financial Stability Oversight Council (FSOC), créé en 2010, est investi de pouvoirs de décision formels. Il peut désigner les établissements et les prestataires de services financiers pour lesquels les règles prudentielles doivent être durcies, et formuler, à l'intention des premières instances de surveillance, des recommandations contraignantes en ce qui concerne le renforcement de la réglementation³.

ii. Une politique macroprudentielle relevant de la banque centrale ; des autorités de réglementation microprudentielle distinctes

Une deuxième approche, qui existe sous diverses formes au Japon, aux Pays-Bas et en Suède, consiste à déléguer la responsabilité principale de la politique macroprudentielle à la banque centrale, les autres organismes étant, eux, responsables de la politique microprudentielle. Ce système semble être une option plus simple à mettre en place dans les pays où les fonctions monétaire et microprudentielle sont déjà séparées. Il peut aussi être adopté lorsque le partage des responsabilités n'apparaît pas comme une solution attrayante, soit parce que l'on craint qu'il disperse les efforts ou qu'il crée des tensions entre organismes, soit parce qu'il serait simplement trop lourd à gérer.

La banque centrale aura avec les autorités microprudentielles des relations qui dépendront de ce qu'impose sa fonction macroprudentielle. Si cette dernière est compatible avec la politique monétaire, comme c'est le cas en phase de durcissement, elle n'aura guère besoin d'interagir avec les autorités microprudentielles. En revanche, si elle doit amender la réglementation, par exemple compléter par des considérations macroprudentielles les exigences de fonds propres ou de liquidité, une interaction beaucoup plus importante sera nécessaire. Dans ce cas, la banque centrale deviendrait l'autorité de réglementation, et les organismes microprudentiels seraient chargés de la mise en œuvre. Ce dispositif pourrait induire des rivalités entre organismes et porter atteinte à l'indépendance des autorités microprudentielles dans leur sphère de compétence. Mais il n'est pas rare que les autorités microprudentielles appliquent des mesures conçues par d'autres instances.

Le choix des structures décisionnelles internes à la banque centrale aura des répercussions non négligeables sur la gestion des conflits et arbitrages potentiels. Si un comité unique prend des décisions à la fois de stabilité monétaire et de stabilité financière, les coûts de coordination seront réduits, ce qui permettra, en principe, le maximum de synergies et des réactions plus rapides. Si ses actions doivent faire l'objet d'une communication, il serait essentiel d'expliquer clairement la nature des arbitrages rendus et les motivations des choix opérés dans une situation donnée. On peut présumer que les processus de décision délégués à des structures distinctes accroîtront la visibilité des arbitrages, chaque entité décisionnaire étant en mesure d'identifier rapidement les obstacles que pose l'action des autres. Il est probable que le grand public pourrait ainsi constater plus facilement l'existence de choix difficiles, surtout si chaque entité est soumise à l'obligation de communiquer sur son processus de prise de décisions.

iii. Une politique macro- et microprudentielle relevant de la banque centrale ; une autorité de réglementation distincte pour veiller à la sécurité des produits financiers

Une troisième variante, qui va être introduite au Royaume-Uni, consiste à intégrer la politique macro- et microprudentielle au sein de la banque centrale, tout en maintenant en place une

³ www.treasury.gov/initiatives/Pages/FSOC-index.aspx

autorité distincte chargée de veiller à la sécurité des produits financiers. On peut, pour ce faire, s'appuyer sur les dispositifs dans lesquels la banque centrale assure déjà la surveillance microprudentielle, ou réorganiser les dispositifs pour confier cette surveillance à la banque centrale.

L'amélioration de l'accès à l'information et au savoir-faire pourrait être l'un des grands avantages de ce regroupement des principales fonctions de politique financière au sein de la banque centrale⁴. Toutefois, un avantage potentiel ne se traduit pas automatiquement en gain réel. Même si les fonctions sont rassemblées dans une entité unique, le cloisonnement des responsabilités au sein de l'organisation risque encore de fragmenter les informations et les analyses. Plus généralement, le cadre intellectuel n'est pas le même d'une fonction à l'autre, ce qui pourrait entraver la communication. Ainsi, il semblerait que les analystes habituellement chargés de la surveillance microprudentielle (qui ont tendance à se concentrer sur l'analyse des bilans et des risques institutionnels) soient moins à l'aise avec l'analyse systémique. La faible attention accordée aux facteurs financiers dans les modèles macroéconomiques formels illustre également des différences notables entre la formation des analystes macroéconomiques et celle des analystes macroprudentiels. Qui plus est, il n'est pas aisé de franchir les limites des différents services, et mieux vaut s'en abstenir dans certains cas (secrets commerciaux, décisions non encore annoncées, etc.). Pourra-t-on surmonter ces différences et éviter le cloisonnement en confiant toutes ces fonctions à une autorité puissante ? Cette question n'est pas tranchée à ce jour.

Dans le nouveau dispositif envisagé pour le Royaume-Uni, les diverses fonctions seront nettement séparées. La surveillance microprudentielle sera retransférée à la banque centrale, sous la forme d'une filiale opérationnellement indépendante de la Banque d'Angleterre : la Prudential Regulation Authority. La surveillance macroprudentielle relèvera, elle, du Financial Policy Committee, qui sera un sous-comité du Court of Directors, mais fonctionnera selon des principes semblables à ceux qui régissent le Monetary Policy Committee actuel⁵. En outre, la législation assignera à une nouvelle instance de réglementation spécialisée, la Financial Conduct Authority, la responsabilité de réglementer les pratiques de tous les services financiers. Tout au long du processus, allant de l'analyse à la prise de décision, la coordination entre ces instances sera assurée notamment par le simple fait que leurs dirigeants seront représentés dans les différents comités. Cependant, vu la diversité des structures organisationnelles adoptées pour chaque grande fonction, d'autres mécanismes seront instaurés pour permettre une bonne interaction (HM Treasury (2011)).

Le modèle envisagé par le Royaume-Uni a déjà été adopté en grande partie par la France. Les réformes introduites l'année dernière ont regroupé plusieurs organismes de réglementation en une super-autorité de réglementation autonome au sein de la Banque de France, l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP), qui est présidée par le gouverneur de la banque centrale et a reçu un mandat explicite concernant la stabilité financière. En outre, des mesures ont été prises pour améliorer la protection des consommateurs, dans le cadre de l'Autorité des marchés financiers. Cette dernière restera indépendante, mais travaillera en étroite coopération avec l'ACP.

⁴ Le président du Système de Réserve fédérale, M. Bernanke, a souligné l'intérêt de la fonction de surveillance exercée par son institution pour ses autres activités, telles que la politique monétaire, les interventions comme prêteur en dernier ressort et la gestion des crises (www.federalreserve.gov/BoardDocs/RptCongress/supervision/supervision_report.pdf).

⁵ Notamment en incluant des experts extérieurs, en publiant les minutes des réunions et en supervisant le rapport de la Banque d'Angleterre sur la stabilité financière.

iv. Une politique macroprudentielle relevant d'un organisme distinct, avec une mise en œuvre répartie

La dernière approche suppose de créer un organisme macroprudentiel spécialisé. Un organisme distinct présenterait probablement des avantages par rapport à un modèle de responsabilité partagée, puisqu'il se consacrerait entièrement aux aspects macroprudentiels. De plus, cela résoudrait les questions de coordination et permettrait une action rapide. La mise en œuvre poserait toutefois des difficultés, car les instruments utilisés pour la politique macroprudentielle servent généralement d'autres objectifs ou relèvent d'autres organismes. Cela soulèverait aussi des problèmes quant à l'autonomie des autres organismes, problèmes qui se posent avec les dispositifs mis en place par des conseils macroprudentiels. Alors qu'il est concevable qu'un organisme macroprudentiel spécialisé puisse avoir le pouvoir de demander aux autorités de surveillance microprudentielle d'agir, il serait probablement moins judicieux de l'habiliter (même en partie) à fixer les taux d'intérêt. Il est intéressant de noter qu'une seule des propositions de réforme dont fait état le Rapport Ingves envisageait la création d'un organisme réellement distinct, mais ce projet n'a été retenu dans aucune législation finale⁶.

5. En quoi ces considérations sont-elles pertinentes pour l'Afrique ?

Pour pouvoir envisager de participer plus activement à la stabilité financière, les banques centrales africaines doivent d'abord évaluer soigneusement s'il est utile de réformer les dispositifs actuels. Comme l'illustre l'analyse ci-dessus, les projets de réforme soulèvent un ensemble complexe de questions, et une approche unique risque d'être difficile à mettre en œuvre.

i. Le degré de développement des systèmes financiers

L'un des aspects à prendre en compte est le degré de développement des systèmes financiers africains. L'analyse de la politique macroprudentielle est axée sur les externalités, c'est-à-dire sur les risques systémiques qui découlent des expositions communes et des interdépendances entre établissements et marchés financiers. L'effet de levier peut amplifier ces risques (Caruana (2010)).

En Afrique, les canaux financiers informels jouent un rôle important (voir l'article rédigé par Hawkins). La faible portée, la simplicité et l'absence de levier de ces mécanismes peuvent limiter les risques systémiques. Cependant, l'absence de profondeur ou le sous-développement relatif des marchés financiers induit néanmoins des risques. La plupart des systèmes financiers africains sont le plus souvent dominés par quelques banques. Les établissements financiers non bancaires restent de petite taille, et les marchés des titres et des créances interbancaires sont embryonnaires (Quintyn et Taylor (2007) ; Beck *et al.* (à paraître)). De plus, lorsque les marchés sont dominés par un petit nombre d'établissements analogues, les opérateurs risquent davantage d'être tentés d'adopter un comportement grégaire. En outre, sur ce type de marché, la volatilité est en général plus forte, et les actifs financiers utilisés comme garantie sont moins fiables. Enfin, les risques de manipulation du marché sont plus grands⁷.

⁶ Le projet élaboré, pour discussion, par la commission du Sénat américain chargée des banques, du logement et des questions urbaines envisageait la création d'un tel organisme, l'Agency for Financial Stability.

⁷ Pour une analyse des conséquences financières d'un marché de petite taille, voir BRI (1996), pp. 16–18.

Dans plusieurs pays d'Afrique à revenu plus élevé, les sociétés financières non bancaires et les marchés financiers se développent rapidement et s'internationalisent. Depuis deux décennies environ, des groupes bancaires internationaux sont de plus en plus présents sur les marchés locaux et des groupes panafricains ont vu le jour, ce qui pourrait accentuer le risque de contagion financière transfrontière. Avec le développement financier des pays africains, les considérations relatives à leur stabilité financière rejoindront celles qui prévalent dans les économies industrialisées, et les questions associées à la gouvernance, qui ont déjà été évoquées dans le contexte européen et nord-américain, gagneront en importance.

ii. La qualité des dispositifs de surveillance

D'après l'évaluation de Beck *et al.* (à paraître), la plupart des systèmes bancaires africains sont stables et bien capitalisés, grâce à la réforme et à la réglementation de ce secteur. Ces auteurs notent toutefois que l'amélioration des règles ne s'est pas accompagnée d'un accroissement correspondant de la qualité de la surveillance exercée sur le secteur bancaire. Selon eux, la plupart des pays d'Afrique manquent de moyens de surveillance, notamment de personnel qualifié et d'outils d'analyse. Nombre des autorités de réglementation ne sont pas indépendantes du ministère des Finances, ou d'autres organismes publics, et le cadre juridique limite souvent les pouvoirs d'intervention des autorités de surveillance en cas de défaillance de banques. Point critique, les processus de surveillance visent principalement à vérifier la conformité à la réglementation, mais ne sont pas conçus pour discerner et gérer les risques qui ne cessent d'évoluer dans le système bancaire. De plus, les données insuffisantes et les carences des processus d'information pèsent sur la surveillance des risques aux niveaux institutionnel et systémique. Les mêmes auteurs soulignent qu'une amélioration des dispositifs de surveillance selon les principes de Bâle II aurait un coût, en termes de ressources humaines et d'infrastructures, qui dépasserait à la fois les moyens financiers de beaucoup de banques et d'autorités de réglementation en Afrique. Les auteurs concluent qu'en l'absence d'un net renforcement de la capacité de surveillance, le déploiement de dispositifs de surveillance plus complexes reposerait sur des bases précaires et n'offrirait pas un cadre adéquat pour promouvoir la stabilité financière.

Au vu de cette analyse, il faudrait donc, dans un premier temps, se concentrer sur les fondements d'une surveillance bancaire solide, plutôt que sur l'élaboration de mécanismes de surveillance plus complexes. Cependant, comme le font observer Barth *et al.* (2006), l'une des conditions préalables essentielles au renforcement de la surveillance bancaire est un environnement institutionnel approprié⁸. Au vu d'indicateurs bien connus, la qualité de la gouvernance semble tout aussi pertinente dans le cas de l'Afrique (graphique 2).

Si les organismes de surveillance influencent largement les activités et les stratégies des banques, il se peut que certains de leurs membres ou des responsables élus tentent d'abuser de cette influence pour contraindre les banques à réorienter le flux de crédit de manière à privilégier des intérêts privés. Dans ce cas, un renforcement de la surveillance officielle exercée sur les banques sans l'instauration de cadres de gouvernance appropriés pourrait même nuire à la stabilité et à l'efficacité du secteur bancaire. Barth *et al.* (2006) estiment qu'il importerait, pour promouvoir des activités bancaires saines, d'introduire des mesures destinées à améliorer la capacité du secteur privé à exercer un contrôle sur les banques. La communication rapide d'informations fiables et complètes sur les opérations

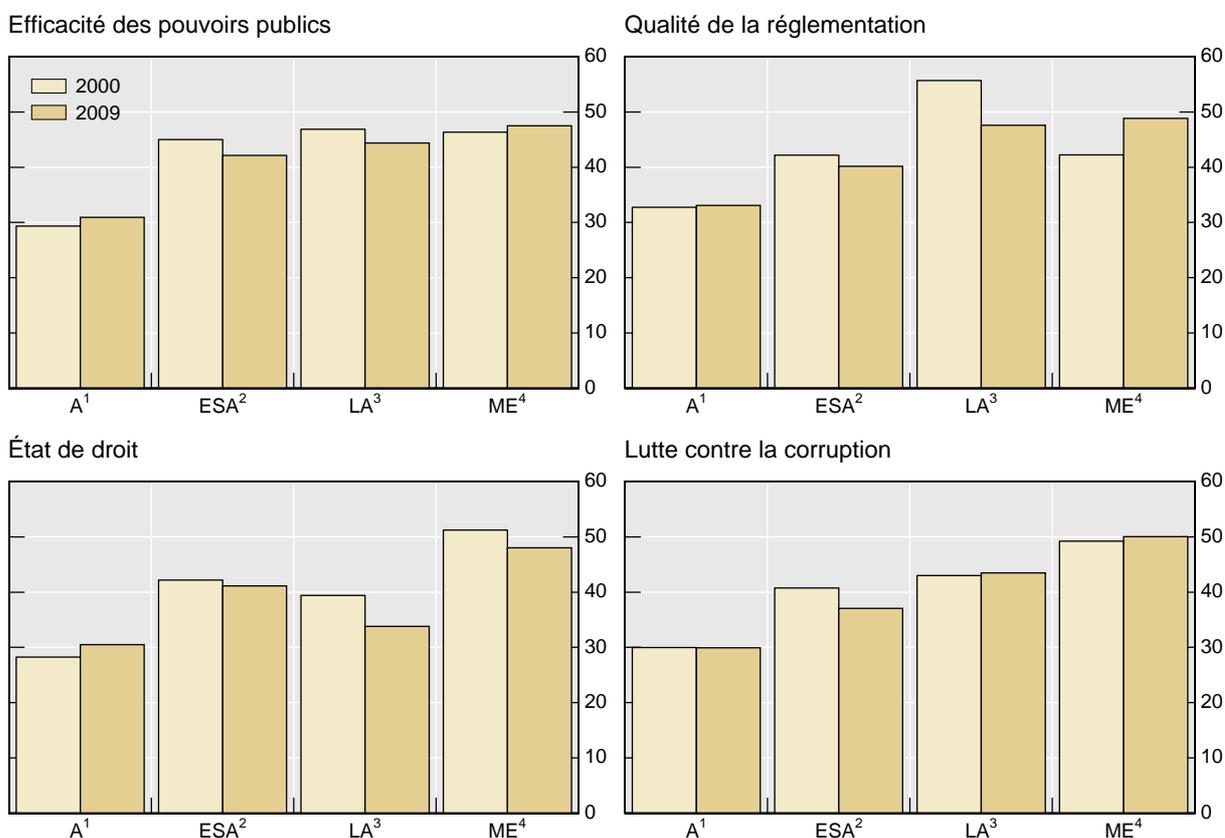
⁸ Dans une étude empirique de la relation entre la gouvernance, la libéralisation financière et le développement en Afrique subsaharienne, Karikari (2010) constate que l'impact de la libéralisation sur le développement dépend de la qualité des institutions, mesurée par les indicateurs de la gouvernance dans le monde (graphique 2).

des banques, conformément au pilier 3 de Bâle II portant sur la discipline de marché, y contribuerait. Ces auteurs exhortent aussi à étoffer les droits des investisseurs privés.

Graphique 2

Quelques indicateurs de gouvernance pour un certain nombre de régions

L'axe des Y représente le score moyen de chaque région



Note : Les indicateurs de la gouvernance dans le monde mesurent, pour six dimensions, la qualité de la gouvernance dans plus de 200 pays. Quatre de ces dimensions sont présentées ici.

¹ Afrique. ² Asie de l'Est et du Sud. ³ Amérique latine. ⁴ Moyen-Orient.

Sources : Brookings Institution, Institut de la Banque mondiale (WBI) et Groupe de recherche sur le développement de la Banque mondiale.

iii. L'économie politique

Les banques centrales qui s'estiment prêtes à élaborer un cadre macroprudentiel vont également rencontrer d'autres problèmes. Comme indiqué plus haut, la mise en œuvre d'une fonction macroprudentielle pourrait conduire à une utilisation plus active des instruments de politique, mais l'utilisation de ces instruments par plusieurs organismes distincts pourrait entraîner des problèmes de coordination. De surcroît, au lieu de corriger une politique macroéconomique inadéquate, le gouvernement pourrait faire pression sur les autorités compétentes pour qu'elles recourent à des instruments macro- et microprudentiels. Une telle situation pourrait ouvrir la porte à des décisions arbitraires, surtout dans les pays où l'élaboration de la politique publique est peu transparente. Et lorsque l'État de droit n'est pas solidement ancré, elle pourrait même encourager la recherche de rente de situation.

Dans les pays où l'autonomie de la banque centrale n'est pas encore bien établie, l'introduction du nouveau mandat de stabilité financière risque de constituer un prétexte supplémentaire pour une ingérence politique, ce qui pourrait menacer l'autonomie de la

politique monétaire. Comme pour la surveillance bancaire, il est peut-être préférable de mettre en place des mécanismes de gouvernance solides pour la banque centrale avant de tenter d'inclure dans le mandat de cette dernière des éléments compliquant l'élaboration de la politique.

iv. Le cadre de politique monétaire

L'environnement changeant dans lequel s'exerce la politique monétaire ajoute à la complexité d'élaborer un cadre de politique macroprudentielle. Quelques pays ont déjà délaissé les objectifs monétaires ou de change pour privilégier diverses formes d'objectif d'inflation (voir l'article rédigé par V. B. Christensen) et plusieurs autres envisagent de le faire. Ce changement de cap n'est pas sans soulever des questions complexes de gouvernance, de décision et de nature technique. La mise en place d'un cadre de politique macroprudentielle dans un environnement aussi changeant constituera sans aucun doute un défi majeur.

6. Quels dispositifs seraient appropriés ?

Tout bien considéré, l'existence de systèmes financiers africains relativement simples et centrés sur les banques, ainsi que la pénurie de personnel qualifié, semblent militer en faveur d'une contribution importante de la banque centrale au maintien de la stabilité financière. La banque centrale est souvent l'une des rares institutions à disposer de ressources suffisantes pour recruter des agents possédant le type de compétences nécessaires à l'analyse macroéconomique et à la surveillance des banques.

Quintyn et Taylor (2007) étudient cinq modèles stylisés de surveillance bancaire en Afrique subsaharienne et constatent que deux sont les mieux adaptés au contexte de cette région⁹. Dans un modèle, une entité de surveillance unique a des liens avec la banque centrale (sur le plan de l'infrastructure et de la logistique), mais est dotée d'une structure de gouvernance distincte. Dans l'autre modèle, la surveillance des établissements de type bancaire est effectuée au sein de la banque centrale, et celle de tous les autres établissements financiers non bancaires relève d'un organisme distinct. D'après les mêmes auteurs, dans ces deux modèles, la banque centrale garderait un rôle de surveillance important, ce qu'ils jugent essentiel étant donné les conditions locales.

Il semblerait avantageux de regrouper les fonctions macro- et microprudentielles dans la banque centrale, avec des structures décisionnelles internes soit distinctes, soit unifiées. Ce modèle intégré permettrait à la banque centrale de conserver les activités systématiquement les plus importantes, limiterait les différences de réglementation, améliorerait la coordination des fonctions et contribuerait à éviter les pressions extérieures poussant à orienter le crédit ou à faire montre de laxisme. Enfin, il tirerait parti de l'infrastructure physique et humaine de la banque centrale tout en permettant le déploiement interne d'un personnel qualifié.

Cependant, l'élargissement du pouvoir conféré à la banque centrale pourrait accroître le risque de pensée monolithique et, donc, d'erreurs de décision et de critiques de l'opinion. C'est pourquoi l'adoption de l'un des deux modèles de surveillance évoqués ci-dessus devrait s'accompagner d'un renforcement des mécanismes formels de l'obligation de rendre compte de la banque centrale. Il serait essentiel que les décisions et mesures afférentes à la

⁹ Les deux peuvent être considérés comme des variantes des options « ii » et « iii » décrites dans le Rapport Ingves.

stabilité financière, ainsi que leurs motivations, soient rendues publiques, éventuellement de manière différée si une communication immédiate risquait d'être source d'instabilité.

Étant donné la forte implantation des groupes bancaires internationaux dans de nombreux pays et l'expansion des relations bancaires intrarégionales, il faudrait en outre accorder une attention particulière à la coordination avec les autorités de réglementation extérieures. La coordination régionale est déjà en train d'être renforcée dans les zones monétaires d'Afrique centrale et de l'Ouest. Citons notamment la création, depuis peu, d'un Comité de stabilité financière au sein de l'Union économique et monétaire ouest-africaine et les discussions en vue de la mise en place d'un Forum de stabilité financière dans la Communauté économique des États de l'Afrique centrale.

7. Conclusions

La récente crise financière mondiale a soulevé des questions importantes quant au rôle exact que les banques centrales devraient jouer dans la stabilité financière. De nouveaux dispositifs qui visent à remédier aux carences décelées sont en cours d'introduction dans un certain nombre de pays. La dimension macroprudentielle de la surveillance est également pertinente pour les systèmes financiers rudimentaires de beaucoup de pays africains, car l'étroitesse des marchés financiers de cette région, dominés par quelques banques, induit aussi des problèmes systémiques.

À mesure que leurs systèmes financiers gagneront en complexité, les pays d'Afrique seront confrontés aux mêmes problèmes que ceux qui ont conduit à repenser les dispositifs de stabilité financière dans d'autres parties du monde. D'aucuns pourraient appeler à reconfigurer ces dispositifs, avec, peut-être, une plus forte participation des banques centrales à la surveillance macroprudentielle.

Ce renforcement de la contribution des banques centrales pourrait soulever des questions délicates concernant la gouvernance. Outre les difficultés à spécifier un mandat de stabilité financière et à obtenir les outils nécessaires pour sa mise en œuvre, les structures décisionnelles et l'autonomie d'action des banques centrales pourraient être remises en question. Avant que les banques centrales puissent envisager de participer plus activement à la stabilité financière, il faudrait donc évaluer minutieusement les avantages et inconvénients d'une réforme des dispositifs actuels.

Annexe 1

Quelques structures de stabilité financière inter-organismes récemment créées				
Pays/Région	Nom de la structure	Membres	Mandat(s)	Principaux pouvoirs
<i>États-Unis</i>	Financial Stability Oversight Council (FSOC) (Conseil de surveillance et de stabilité financière) Devenu opérationnel en octobre 2010	<p>Nombre total de membres : 10 votants, 5 non-votants</p> <p>Président : le Secrétaire du Trésor</p> <p>Autres membres votants : le président de la Réserve fédérale, le Controller of the Currency, le directeur du Bureau of Consumer Financial Protection, le président de la Securities and Exchange Commission, le président de la FDIC, le président de la CFTC, le directeur de la Federal Housing Finance Agency, le président du National Credit Union Administration Board, un membre indépendant (compétent en matière d'assurance)</p> <p>Membres consultatifs non votants : le directeur de l'Office of Financial Research, le directeur du Federal Insurance Office, un commissaire chargé de l'assurance, un superviseur bancaire, un commissaire responsable des valeurs mobilières</p>	<p>Identifier les risques financiers</p> <p>Promouvoir la discipline de marché en faisant disparaître les attentes à l'égard d'un soutien de l'État</p> <p>Faire face aux menaces nouvelles</p>	<p>Désigner les établissements et prestataires de services financiers pour lesquels la réglementation de la Réserve fédérale doit être durcie</p> <p>Formuler des recommandations destinées aux premières instances de surveillance, et notamment aux organismes membres, en ce qui concerne le durcissement de la réglementation ; préciser les recommandations exigeant une mise en œuvre et justifier dans le cas contraire</p> <p>Demander des informations aux organismes membres ou à d'autres organismes, ou directement aux entreprises</p> <p>Conseiller le Congrès</p> <p>Rapport annuel au Congrès ; le président du FSOC est entendu par le Congrès au nom de son institution. Chaque membre votant du FSOC doit attester que l'État fédéral prend toutes les mesures raisonnables pour veiller à la stabilité financière, ou décrire les mesures nécessaires. Communications au Congrès sur des sujets spécifiques, le cas échéant</p>

Quelques structures de stabilité financière inter-organismes récemment créées (suite)				
Pays/Région	Nom de la structure	Membres	Mandat(s)	Principaux pouvoirs
France	Conseil de régulation financière et du risque systémique (CRFRS) À créer	Nombre de membres : 5 Président : le ministre des Finances (ou son représentant) Autres membres : le gouverneur de la Banque de France (en sa qualité de président de l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP)), le vice-président de l'ACP, le président de l'Autorité des marchés financiers (ou son représentant), le président de l'Autorité des normes comptables	Promouvoir la coopération et l'échange d'informations Prendre en considération les évolutions des marchés/établissements en France sous un angle macroprudentiel Tenir compte des recommandations du CERS Agir en coordination avec les initiatives européennes/internationales	Sera à même de formuler des avis et des prises de positions sur les initiatives européennes et internationales
Inde	Financial Stability and Development Council (FSDC) (Conseil de stabilité financière et de développement) Décembre 2010	Nombre de membres : 8 à 9 votants Président : le ministre des Finances Autres membres : le gouverneur de la Banque de Réserve de l'Inde (RBI), le secrétaire aux Finances et/ou le secrétaire du Département des affaires économiques, le secrétaire du Département des services financiers, l'économiste en chef du ministère des Finances, le président du Securities and Exchange Board of India, le président de l'Insurance Regulatory and Development Authority, le président de la Pension Fund Regulatory and Development Authority. Un sous-comité présidé par le gouverneur de la RBI remplacera le présent High Level Coordinator Committee on Financial markets	Renforcer les mécanismes de maintien de la stabilité financière, le développement du secteur financier et la coordination entre organismes de réglementation Le conseil sera responsable des questions liées à : la stabilité financière le développement du secteur financier la coordination entre organismes de réglementation l'éducation et l'inclusion financières la surveillance macroprudentielle, y compris des grands conglomérats financiers la coordination des relations du pays avec les organismes financiers internationaux	Information non encore publiée

Quelques structures de stabilité financière inter-organismes récemment créées (suite)				
Pays/Région	Nom de la structure	Membres	Mandat(s)	Principaux pouvoirs
Union européenne	Comité européen du risque systémique (CERS) Devenu opérationnel en janvier 2011	<p>Nombre de membres : 33 votants, 28 non-votants (Conseil général)</p> <p>Président : le président de la Banque centrale européenne (BCE) pour les 5 prochaines années – doit être membre du Conseil général de la BCE</p> <p>Autres membres votants : les gouverneurs des banques membres du Système européen de banques centrales (27), le vice-président de la BCE, un membre de la Commission européenne, les présidents des autorités européennes de surveillance (AES) (3)</p> <p>Membres non votants : le président du Comité économique et financier, les hauts représentants des autorités de surveillance des États membres de l'Union européenne (27)</p>	<p>Élaboration d'un cadre macroprudentiel</p> <p>Détection des risques systémiques</p> <p>Formulation de recommandations d'action et d'avertissements</p>	<p>Pouvoir de demander des informations aux organismes membres, mais pas de pouvoirs directifs formels</p> <p>Examens par les pairs</p> <p>Pouvoir d'adresser des recommandations et des avertissements aux AES, aux États membres, aux organismes des États membres ou à l'échelle de toute l'Europe, via un mécanisme de type « agir ou se justifier »</p> <p>Les destinataires des recommandations ou des avertissements peuvent être invités à présenter leur point de vue avant l'adoption des recommandations ou des avertissements</p> <p>Cependant, la publication des recommandations ou des avertissements doit faire l'objet d'un vote à la majorité des membres du Conseil général</p> <p>Rapports au Parlement européen et au Conseil ECOFIN</p>

Bibliographie

Banque des Règlements Internationaux (1996): « Changing financial systems in small open economies », *BIS Policy Paper*, n° 1, janvier, www.bis.org/publ/plcy01.htm

——— (2009) : *Les enjeux de la gouvernance des banques centrales*, rapport établi par le Groupe sur la gouvernance des banques centrales, http://www.bis.org/publ/othp04_fr.pdf

——— (traduction française à paraître) : *Central bank governance and financial stability*, rapport d'un groupe d'étude du Groupe sur la gouvernance des banques centrales, <http://www.bis.org/publ/othp14.htm>

Barth, J., G. Caprio et R. Levine (2006) : *Rethinking bank regulation – till angels govern*, Cambridge University Press.

Beck, T., S. Maimbo, I. Faye et T. Triki (à paraître) : *Financing Africa – through the crisis and beyond*.

Blanchard, O. (2011) : *L'avenir de la politique macroéconomique : esquisse de conclusion en neuf points*, blog « IMFdirect » du FMI, 13 mars, <http://www.imf.org/external/french/np/vc/2011/031311f.htm>

Caruana, J. (2010) : « Macroprudential policy: working towards a new consensus », allocution prononcée lors de la réunion sur le nouveau cadre de la réglementation financière et de la politique monétaire (« The Emerging Framework for Financial Regulation and Monetary Policy »), co-organisée par l'Institut pour la stabilité financière (BRI) et l'Institut du FMI, Washington D.C., 23 avril, www.bis.org/speeches/sp100426.htm

Comité sur le système financier mondial (2010) : « Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experience », *CGFS Papers*, n° 38, mai, www.bis.org/publ/cgfs38.htm

Galati, G. et R. Moessner (2011) : « Macroprudential policy – a literature review », *BIS Working Paper*, n° 337, www.bis.org/publ/work337.htm

HM Treasury (2011) : *A new approach to financial regulation: building a stronger system*, février, http://hm-treasury.gov.uk/d/consult_consumer_credit211210.pdf

Karikari, J. (2010) : *Gouvernance, libéralisation financière, et développement financier en Afrique sub-saharienne*, article présenté lors de la Conférence économique africaine 2010 de la Banque africaine de développement, Tunisie, 27–29 octobre, <http://www.afdb.org/fr/aec/past-aecs/aec-2010/papers/governance-financial-liberalization-and-financial-development-in-sub-sahara-africa/>

Mishkin, F. S. (2011) : « Monetary policy strategy: lessons from the crisis », *NBER Working Paper*, n° 16755, février, www.nber.org/papers/w16755

Moreno, R. (2011) : « Policymaking from a 'macroprudential' perspective in emerging market economies », *BIS Working Paper*, n° 336, www.bis.org/publ/work336.htm

Quintyn, M. et M. Taylor (2007) : « Building supervisory structures in sub-Saharan Africa – an analytical framework », *IMF Working Paper*, n° 07/18, janvier, www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp0718.pdf

Les mécanismes de transmission de la politique monétaire en Afrique ont-ils changé ?

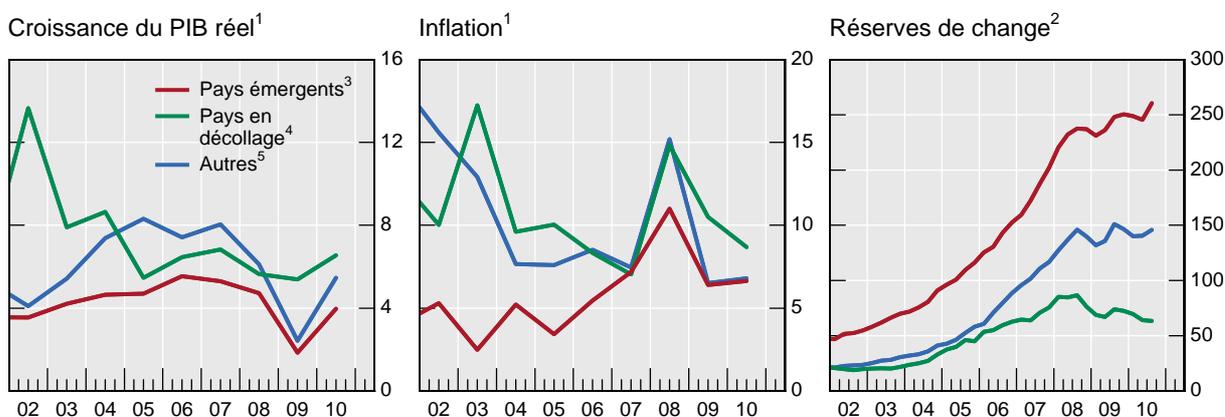
Benedicte Vibe Christensen¹

1. Introduction

De manière générale, du début des années 2000 jusqu'en 2008, les pays africains ont affiché de très bons résultats économiques, à savoir une longue période de forte croissance du PIB réel, un recul de l'inflation à des taux généralement inférieurs à 10 %, et un accroissement des réserves de change (graphique 1). Ces bonnes performances résultent, en partie, d'une longue phase d'expansion à l'étranger, qui a également enchéri les produits de base (graphique 2) et, en partie, d'un allègement de la dette. Mais l'amélioration des politiques nationales y a été aussi pour beaucoup. L'aptitude de ces pays à surmonter des chocs exogènes a été démontrée au cours de la récente crise financière mondiale. S'il fut un temps où les pays d'Afrique accusaient régulièrement un certain retard sur les phases d'expansion à l'étranger, la reprise y a été, cette fois, synchrone avec celle des autres pays en développement. Certes, une plus grande intégration avec les économies à croissance rapide d'Asie y a contribué, mais les politiques budgétaire et monétaire anticycliques menées dans de nombreux pays ont également joué un rôle.

Graphique 1

Afrique : indicateurs macroéconomiques, selon la profondeur des marchés financiers nationaux

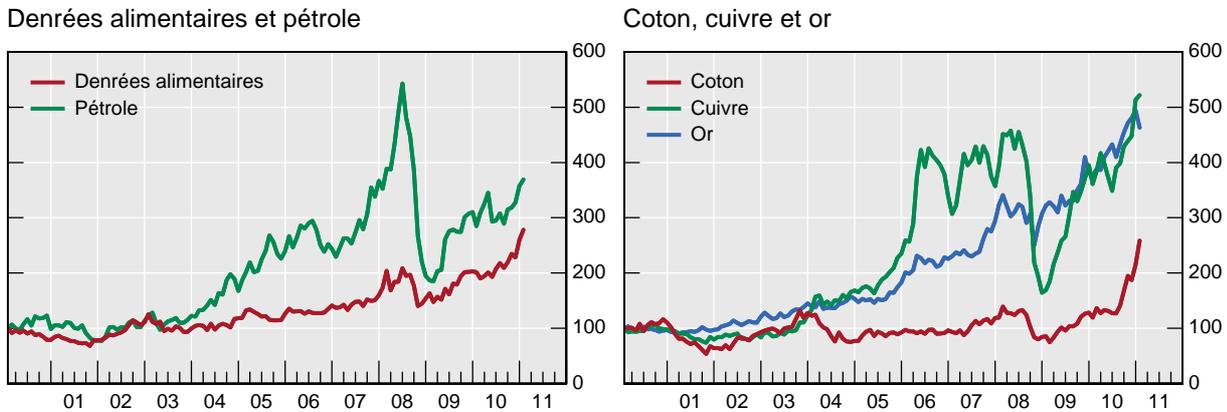


¹ En %. ² En milliards de dollars. ³ Économies dont les marchés financiers sont relativement bien développés, s'apparentant à ceux des autres économies émergentes (ÉcÉm), soit 5 pays : Afrique du Sud, Algérie, Égypte, Maroc et Tunisie. ⁴ Économies dont les marchés financiers progressent, mais ne disposent pas encore du même accès aux marchés financiers mondiaux que les ÉcÉm, soit 12 pays : Botswana, Cap-Vert, Ghana, Kenya, Maurice, Mozambique, Namibie, Nigéria, Ouganda, Seychelles, Tanzanie et Zambie. Le pic de croissance du PIB en 2002 tient au fait que le Nigéria a affiché une croissance de 21 % cette année-là. ⁵ Économies dont les marchés financiers sont les moins bien développés, soit 36 pays.

Source : FMI, Statistiques financières internationales.

¹ Le présent document a été rédigé par Benedicte Vibe Christensen (e-mail benedictevibechristensen@gmail.com). Andrew Berg, Stephen Cecchetti, Robert Corker, Anne-Marie Gulde, Serge Jeanneau, Saul Lizondo, Dubravko Mihaljek et Philip Turner sont à l'origine de commentaires enrichissants ; Emir Emiray, Emese Kuruc et Agne Subelyte ont apporté une précieuse assistance technique.

Graphique 2
Cours des produits de base¹
 1^{er} janvier 2000 = 100



¹ Données de fin de mois.

Source : Bloomberg.

La présente étude examine la conduite de la politique monétaire en Afrique durant la crise financière mondiale et cherche à identifier, dans ce continent, de possibles changements dans les mécanismes de transmission, comme cela a été constaté dans les autres économies émergentes. Elle examine, en outre, les leçons à tirer de la crise et s'interroge sur la manière dont les banques centrales d'Afrique devraient conduire la politique monétaire face à des chocs exogènes – provenant de flux commerciaux ou financiers –, à l'heure où le continent s'intègre davantage à l'économie mondiale².

La section 2 analyse certaines conditions nécessaires à l'efficacité de la politique monétaire et relève quatre caractéristiques, propres aux économies d'Afrique, qui limitent cette efficacité : manque de profondeur du système financier, dollarisation étendue, dominance budgétaire et surliquidité du système bancaire. La section 3 passe en revue les principaux cadres opérationnels de politique monétaire en place en Afrique. La section 4 examine la conduite de la politique monétaire en Afrique durant la crise financière mondiale, et notamment le fonctionnement des différents mécanismes de transmission. Les principales conclusions sont résumées à la section 5.

2. Conditions d'une politique monétaire efficace

Pour que la transmission de la politique monétaire soit efficace, plusieurs conditions doivent être réunies. *L'indépendance et la crédibilité de la banque centrale* doivent orienter non seulement la formulation de la politique monétaire, mais aussi les attentes des agents économiques quant à l'efficacité de cette politique. Les mécanismes de transmission axés sur les *taux d'intérêt* sont plus efficaces que les contrôles directs sur le crédit bancaire ; un régime fondé sur d'importantes réserves obligatoires peut servir de transition entre contrôle direct et ciblage des taux. Des *marchés secondaires performants* permettent à la banque

² Sur les questions de stabilité financière, se reporter à la contribution de S. Jeanneau, dans la présente documentation.

centrale d'influer sur le niveau de certaines variables financières, comme le taux interbancaire et la masse monétaire (Mishra *et al.* (2010)). La *concurrence dans le secteur bancaire* est nécessaire pour que les modifications des taux directeurs agissent sur les autres taux, car, sur un marché non concurrentiel, les banques risquent de ne pas répercuter une modification des taux directeurs sur les taux appliqués à leur clientèle. L'existence d'*obligations à long terme* est indispensable à l'établissement d'une courbe des taux et permet aux agents de se couvrir contre l'incertitude entourant l'évolution future des taux courts. Un *degré substantiel d'intégration financière internationale*, enfin, est nécessaire pour l'arbitrage entre avoirs financiers domestiques et étrangers.

L'évolution des régimes monétaires dans les autres régions émergentes nous apporte quelques enseignements. Trois grandes tendances se dégagent : 1) orientation vers un régime de politique monétaire indépendant axé davantage sur le ciblage et la maîtrise de l'inflation ; 2) développement des marchés financiers, avec moins d'intervention de l'État et réduction de la dominance budgétaire ; 3) renforcement de l'intégration mondiale sur les plans économique (surtout commercial) et financier (BRI (2008)).

Dans la logique de ces évolutions, on a observé une forte augmentation des positions brutes (avoirs et engagements) des économies émergentes (ÉcÉm) sur l'extérieur et un renforcement des corrélations des prix des actifs entre pays émergents et économies avancées. Le développement rapide des ÉcÉm, conjugué à leur intégration accrue à l'économie mondiale, a conforté les mécanismes de transmission de la politique monétaire, notamment le canal des taux d'intérêt. En revanche, il en a aussi rendu le contrôle plus difficile dans certains cas, du fait, par exemple, que les taux d'intérêt, les flux de capitaux et les cours de change sont devenus très sensibles aux facteurs externes.

Dans les pays à faible revenu, à l'inverse, il y a lieu d'attendre que le manque de développement des marchés financiers affaiblisse le canal des taux d'intérêt et que l'absence de marché secondaire pour les actions et l'immobilier limite le canal des prix des actifs. Quant au canal du cours de change, il dépend de la flexibilité effective de celui-ci.

En Afrique, le contexte de politique monétaire évolue peu à peu. Les sous-sections suivantes examinent certaines caractéristiques, particulières aux économies d'Afrique, qui y ont, par le passé, réduit l'efficacité de la politique monétaire : le degré de profondeur du système financier, la dollarisation, la dominance budgétaire et la surliquidité, ainsi que les récents changements survenus dans ces différents aspects.

Profondeur du système financier

L'Afrique suit avec un temps de retard le reste du monde en termes de développement financier. À l'exception de quelques pays, tout particulièrement l'Afrique du Sud, le continent se caractérise par des marchés financiers moins développés, une concurrence bancaire limitée et un nombre réduit d'établissements financiers non bancaires. Les financements à long terme, essentiels aux investissements d'infrastructure, sont quasi inexistantes.

L'Afrique est constituée d'un ensemble hétérogène de 53 pays, répartis en trois groupes dans la présente analyse (tableau A1)³ :

- **Pays émergents**, dotés de marchés financiers relativement bien développés, qui s'apparentent à ceux des autres ÉcÉm : Afrique du Sud, Algérie, Égypte, Maroc et Tunisie.

³ Les groupes sont définis en fonction du ratio actifs bancaires/PIB et du degré de développement des marchés des capitaux (FMI (2009)).

- **Pays en décollage**, dont les marchés financiers progressent, mais qui ne bénéficient pas encore du même accès aux marchés mondiaux des capitaux que les ÉcÉm. Ce groupe rassemble douze pays : cinq pays à revenu intermédiaire (Botswana, Cap-Vert, Maurice, Namibie et Seychelles) et sept pays à faible revenu (Ghana, Kenya, Mozambique, Nigéria, Ouganda, Tanzanie et Zambie).
- **Pays en démarrage financier**, dont les marchés financiers sont les moins développés. Il s'agit des trente-six pays restants, tous à faible revenu.

La profondeur des systèmes financiers en Afrique s'est accrue ces dix dernières années, mais pas de manière uniforme. Mesurée par le ratio des passifs liquides des banques par rapport au PIB, elle a augmenté dans les trois groupes, mais surtout dans les pays émergents et dans les pays en décollage (tableau 1). Il convient d'ajouter que cette mesure de la profondeur d'un système financier ne tient pas compte des passifs liquides des établissements assimilés à des banques et des établissements financiers non bancaires (comme les établissements de microfinance), éléments pour lesquels on ne dispose pas de données exhaustives. Les banques ont, en outre, gagné en efficacité en matière de transformation des dépôts en crédit au secteur privé, sauf dans les pays en démarrage financier.

Tableau 1
Indicateurs de profondeur du système financier
 Ratio, en %, moyenne pondérée sur la base du PIB

	Passifs liquides/PIB ¹		Crédit bancaire au secteur privé/dépôts ²	
	1998–2000	2008–10	1998–2000	2008–10
Afrique				
Pays émergents	48	63	93	96
Pays en décollage	18	34	73	88
Pays en démarrage financier	20	23	71	61
Diverses économies émergentes ³	39	50	87	92

¹ Les passifs liquides sont les dépôts en monnaies, les dépôts à vue et les passifs rémunérés des banques. ² Les prêts bancaires au secteur privé sont tirés de la ligne 22d des données des Statistiques financières internationales. ³ Afrique du Sud, Brésil, Chili, Égypte, Hongrie, Indonésie, Malaisie, Mexique, Philippines, Pologne, République tchèque, Russie, Thaïlande et Turquie.

Source : FMI, Statistiques financières internationales.

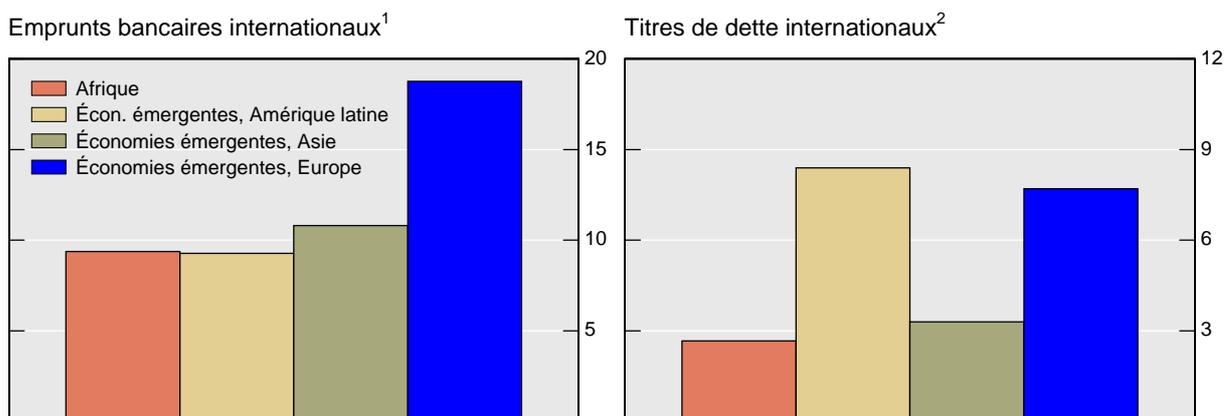
Selon les indicateurs de profondeur du système financier, les économies d'Afrique émergentes et en décollage se rapprochent des niveaux atteints, en moyenne, dans les autres régions du monde émergent. Néanmoins, les pays en démarrage financier continuent d'accuser un certain retard, d'après les critères le plus couramment utilisés. Il semble même y avoir eu régression pendant la crise mondiale, ce qui pourrait s'expliquer par le fait que le crédit s'était fortement accru dans ces pays avant la crise, et que, la récession ayant matérialisé les risques encourus, les banques ont alors été amenées, dans de nombreux pays d'Afrique, à stopper la hausse, voire à réduire leurs prêts (section 4).

Concernant l'intégration au système financier international, l'Afrique est en relativement bonne position par rapport aux autres régions en développement sur le plan des transactions bancaires transfrontières (graphique 3, cadre de gauche). Elle marque toutefois un certain retard pour l'émission de titres de dette internationaux (graphique 3, cadre de droite).

Graphique 3

Emprunts bancaires internationaux et émission de titres de dette internationaux

Encours en septembre 2010, en % du PIB



¹ Prêts externes des banques déclarantes BRI vis-à-vis de tous les secteurs des différents pays. ² Titres de dette internationaux, ensemble des émetteurs.

Source : BRI, Statistiques bancaires territoriales et Statistiques sur les titres de dette internationaux.

Dollarisation

La politique monétaire peut agir sur les avoirs et engagements financiers en monnaie locale, mais pas sur ceux en devises. Plus la dollarisation d'une économie est grande, moins il y a de latitude pour mener une politique monétaire indépendante – et le recours au dollar ou à d'autres devises pourrait dénoter un manque de confiance dans la stabilité de la monnaie locale. Plusieurs pays ont encore un système bancaire où les avoirs et engagements libellés en devises représentent entre un cinquième et un tiers du total (tableau 2)⁴. Dans la majorité des cas, la proportion est comparable pour les avoirs et les engagements, signe qu'il n'y a peut-être pas d'asymétrie de change dans les bilans des banques (à supposer que les devises de libellé soient identiques). Il n'en demeure pas moins que les prêts en devises à des fins intérieures créent une asymétrie indirecte, car la clientèle des banques fait elle-même face à cette asymétrie.

Dominance budgétaire

Dans de nombreux pays d'Afrique, la politique monétaire a pâti de la dominance budgétaire, situation où les anticipations d'inflation sont intrinsèquement liées aux résultats budgétaires. Dans une telle situation, un resserrement monétaire pourrait avoir un effet pervers sur

⁴ La forte proportion d'avoirs et d'engagements libellés en devises à Maurice reflète son statut de centre financier extra territorial.

Tableau 2

Avoirs et engagements en devises des banques commerciales

En % du total des avoirs et engagements

		2005	2010
Afrique du Sud	Engagements	8,7	5,7
	Avoirs	3,7	4,1
Botswana	Engagements	15,5	12,1
	Avoirs	15,8	10,9
Ghana	Engagements	27,4	28,5
	Avoirs	24,5	23,0
Kenya	Engagements	21,2 ¹	14,3
	Avoirs	23,3 ¹	15,9
Lesotho ²	Engagements	2,7	1,4
	Avoirs	31,7	47,2
Madagascar	Engagements	24,5	20,5
	Avoirs	20,9	19,0
Maroc	Engagements	2,8	3,6
	Avoirs	6,5	6,6
Maurice	Engagements	52,0	60,0
	Avoirs	57,0	62,0
Mozambique	Engagements	33,5	31,2
	Avoirs	34,6	33,4
Ouganda	Engagements	26,9	25,2
	Avoirs	27,4	24,7
Seychelles	Engagements	41,0	41,0
	Avoirs	11,0	10,0
Swaziland ²	Engagements	0,0	0,2
	Avoirs	3,1	5,9
Tanzanie	Engagements	33,2	26,6
	Avoirs	30,9	27,9
Tunisie	Engagements	11,3	14,0
	Avoirs	9,5	11,6
Zambie	Engagements	2,1	5,6
	Avoirs	20,7	14,9

¹ Chiffres de 2008, premières statistiques disponibles. ² Appartient à la zone rand.

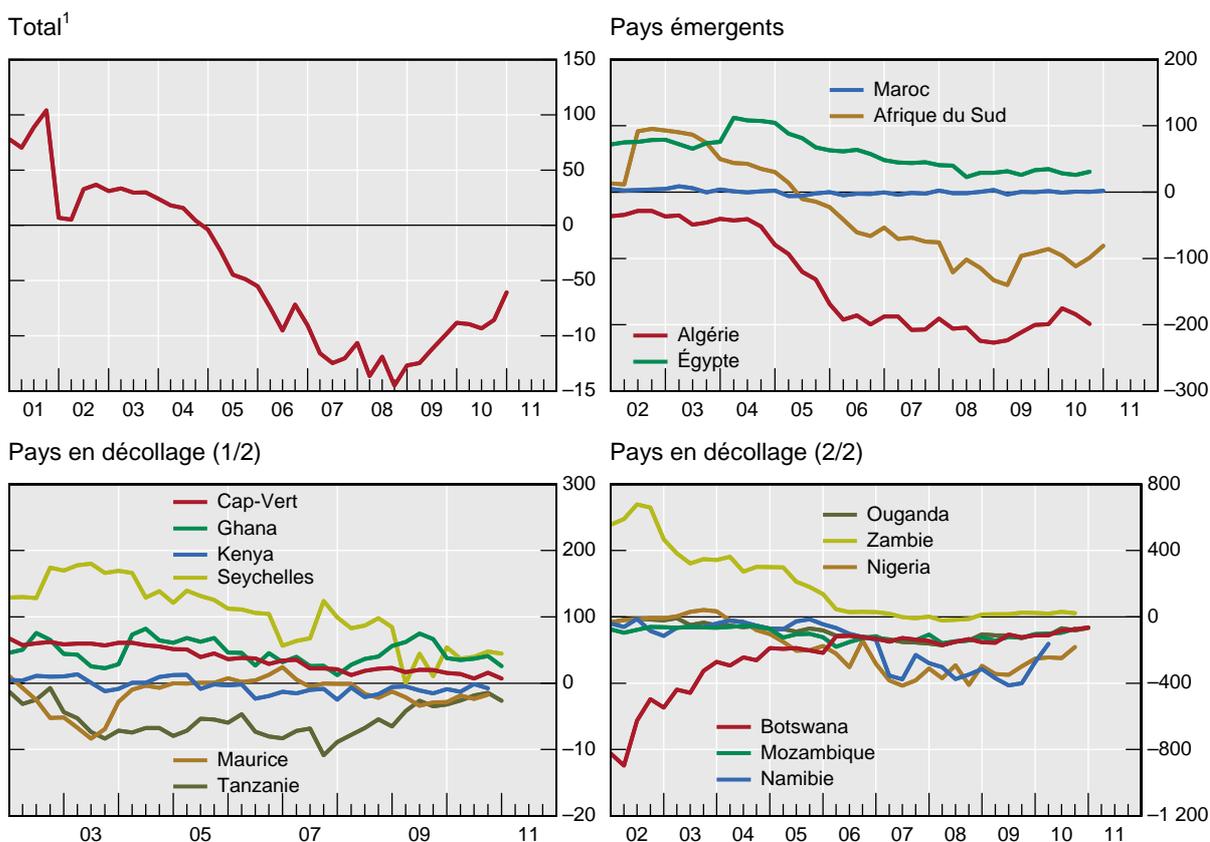
Source : BRI, enquête auprès des banques centrales.

l'économie. Au lieu d'entraîner une augmentation des taux d'intérêt réels, une appréciation de la monnaie, une réduction de la demande agrégée et un reflux de l'inflation, il risque d'alimenter les anticipations d'un défaut sur la dette publique et, par conséquent, d'induire une dépréciation de la monnaie et une poussée d'inflation. En présence de dominance budgétaire, les anticipations d'inflation, reflétant l'absence d'un point d'ancrage crédible, réagissent donc aux performances budgétaires. De plus, l'indépendance de la banque centrale peut être compromise si l'État s'oppose ouvertement à un relèvement des taux d'intérêt. Plus grave encore, la dominance budgétaire a le plus souvent un effet d'éviction sur le crédit au secteur privé.

Avant la crise financière mondiale, la dominance budgétaire avait été réduite dans de nombreux pays, comme l'illustrent les graphiques 4 et 5 (crédit des banques centrales à l'État et créances bancaires sur le secteur public – essentiellement valeurs du Trésor). Mais, manifestement, ce processus s'est aussi en partie inversé pendant la crise, les pouvoirs publics optant pour des mesures visant à amortir les effets du ralentissement économique. Dans le contexte d'une accélération de la croissance, la mise en place d'une discipline budgétaire à moyen terme pourrait s'avérer nécessaire afin de rétablir une marge de manœuvre budgétaire. À défaut, l'efficacité de la politique monétaire pourrait s'en trouver érodée.

Graphique 4

Afrique : créances nettes de la banque centrale sur l'administration centrale
en % des avoirs de réserve



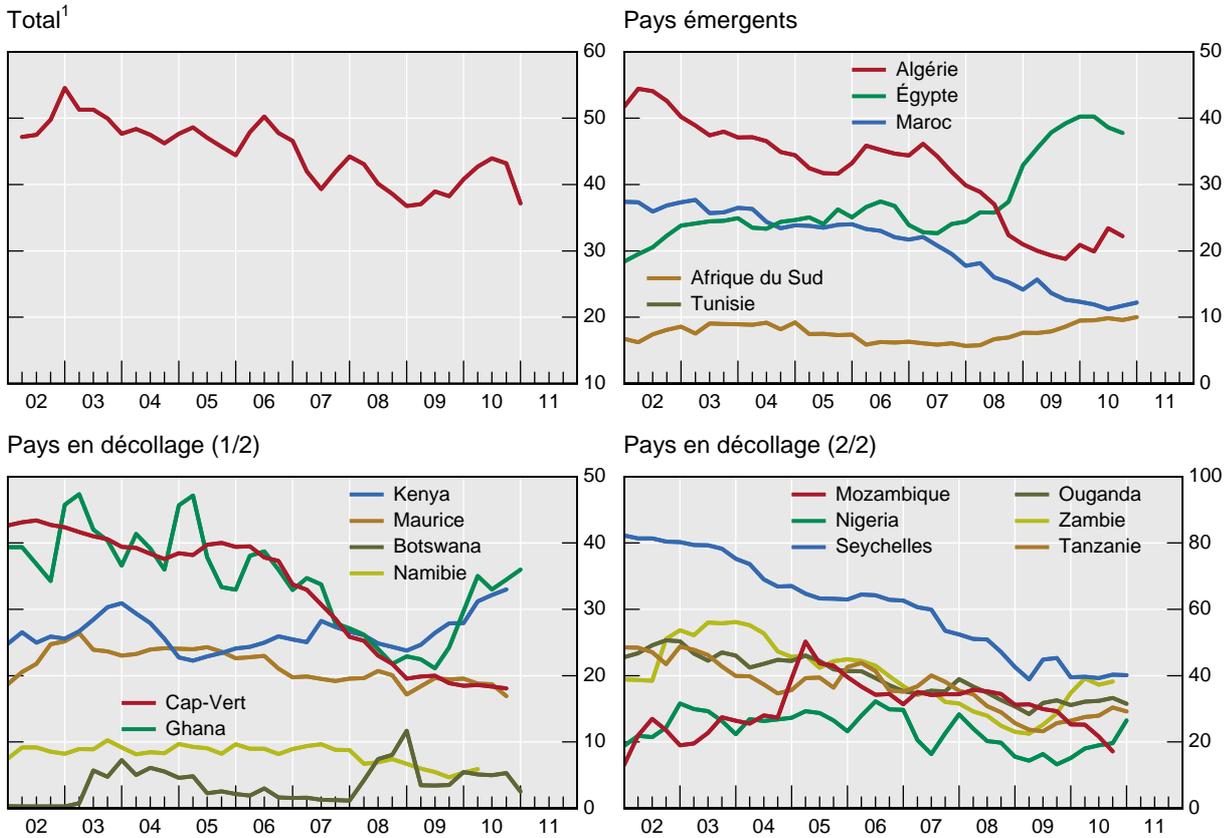
¹ Moyenne pondérée sur la base du PIB.

Source : FMI, Statistiques financières internationales.

Graphique 5

Afrique : créances du système bancaire sur l'administration centrale

en % des créances sur les autres secteurs



¹ Moyenne pondérée sur la base du PIB.

Source : FMI, Statistiques financières internationales.

Surliquidité

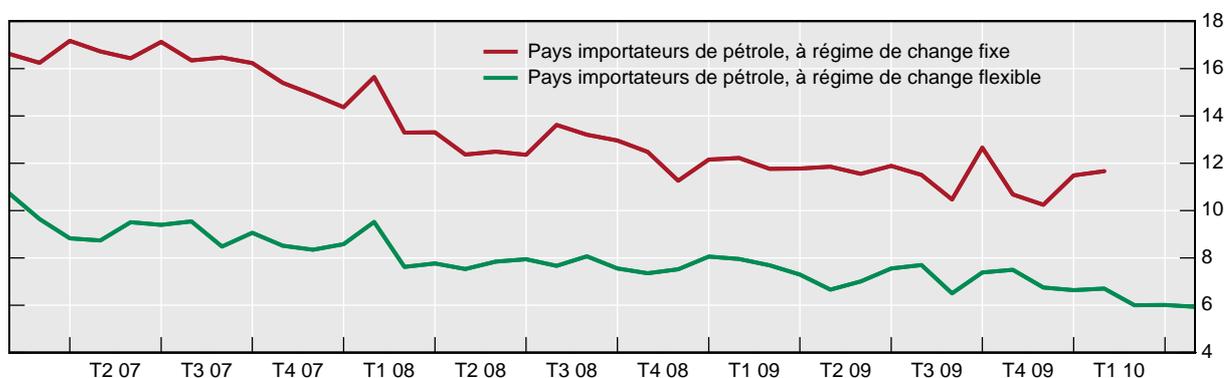
Par le passé, l'efficacité de la politique monétaire en Afrique a souvent été entravée par la présence, dans le système bancaire, de réserves de liquidité dépassant largement le niveau des réserves obligatoires. Plus les banques commerciales disposent d'importantes liquidités dans leur bilan, moins elles sont sensibles à un relèvement des taux d'intérêt ou des coefficients de réserves obligatoires, et plus les mesures de durcissement monétaire décidées par la banque centrale doivent être surdimensionnées pour obtenir l'effet recherché.

Pourquoi les banques conservent-elles de telles ressources « excédentaires », dans une large mesure non rémunérées, au lieu de rechercher d'autres placements ? C'est en partie en raison du manque d'instruments du marché monétaire disponibles. En outre, un niveau élevé de réserves de précaution pourrait être le signe qu'il n'y a pas de marché interbancaire efficace sur lequel les banques peuvent emprunter au cas où leurs réserves tomberaient au dessous du minimum. Mais il existe une autre explication : l'absence, telle que perçue par les banques, de possibilités de prêts à faible risque. Dans de nombreux pays d'Afrique, les lacunes en matière de droits de propriété, la force exécutoire limitée des contrats et l'absence d'agences d'évaluation du crédit font que les banques sont réticentes à prêter au

secteur privé⁵. La surliquidité est aussi liée aux contrôles sur les sorties de capitaux. Néanmoins, certaines de ces causes de surliquidité ont commencé à évoluer.

Les réserves excédentaires du système bancaire ont diminué sensiblement depuis 2007 (graphique 6), ce qui a pu renforcer l'efficacité de la politique monétaire. Cette tendance, même si elle s'explique dans certains pays par un relèvement du niveau des réserves obligatoires, a accru la possibilité que l'inflexion du taux directeur et la modulation des réserves se transmettent à l'épargne et au crédit au secteur privé et, partant, à l'activité réelle. Elle n'a toutefois pas été uniforme et parfois, comme à Madagascar, l'excès de liquidité entrave encore la transmission de la politique monétaire, une modification du taux directeur n'étant pas répercutée sur les taux d'intérêt dans le système bancaire (Banque centrale de Madagascar (2008)).

Graphique 6
Afrique subsaharienne : réserves du secteur bancaire¹
 En % des dépôts



¹ Déduction faite des réserves obligatoires.

Source : FMI, Statistiques financières internationales.

Pour résumer, l'efficacité de la politique monétaire a été renforcée en Afrique, pendant la décennie écoulée, dans les pays où la dominance budgétaire et la surliquidité du système bancaire ont été réduites ou éliminées et où le système financier a gagné en profondeur. Mais, dans la plupart des cas, et en particulier dans les pays à faible revenu en démarrage financier, les marchés financiers restent grandement sous-développés, surtout s'agissant des marchés obligataires, avec peu voire pas d'offre de titres à long terme. Comme l'analyse la section 4, ces faiblesses structurelles continuent d'affaiblir les mécanismes de transmission de la politique monétaire. La section 3 prépare cette analyse en passant brièvement en revue les principaux cadres de politique monétaire appliqués dans le continent.

3. Cadres de politique monétaire

Pendant la dernière décennie, de nombreux pays ont abandonné l'ancrage du cours de change et adopté une plus grande flexibilité, dans le but de préserver leur compétitivité extérieure (tableau A1). Pour maîtriser l'inflation, les banques centrales ont été amenées à

⁵ Voir la contribution de Hawkins, dans le présent volume.

s'assigner des objectifs intermédiaires tels les agrégats monétaires. En pratique, cependant, de nombreux pays africains continuent d'attacher de l'importance au cours de change et tentent d'en limiter la flexibilité. L'ancrage du cours de change est encore pratiqué dans les pays de la zone CFA et de la zone rand (Common Monetary Area, zone monétaire commune de l'Afrique australe, CMA) ainsi que dans quelques autres pays⁶.

Pour l'heure, cependant, et contrairement à la tendance observée dans les autres pays émergents, uniquement trois pays ont choisi de cibler l'inflation : Maurice (1996), sous une forme adaptée, l'Afrique du Sud (2002) et le Ghana (2007).

Seule l'Afrique du Sud a élaboré un dispositif complet de ciblage de l'inflation. Le Ghana a mis en place un système dit « allégé » où le ciblage de l'inflation, objectif premier, est complété par l'ancrage du cours de change, objectif secondaire. En fait, le Ghana a été le premier pays à faible revenu du monde à opter pour un ciblage de l'inflation, partant du constat que, dans une économie de petite taille et très ouverte, il existe peu de latitude pour conduire une politique monétaire indépendante des facteurs extérieurs. Les taux directeurs, fixés en tenant largement compte de l'écart avec le taux des fonds fédéraux américains, sont relevés lorsque l'inflation dépasse le seuil de tolérance ; les interventions de change se limitent à des opérations de lissage du cours (FMI (2010b)). De la même manière, Maurice a institué, en 2004, un nouveau cadre de politique monétaire où l'objectif premier de la banque centrale consiste à maintenir la stabilité des prix et à promouvoir une croissance économique ordonnée et équilibrée (Banque de Maurice (2006)).

Parmi les quatre pays émergents d'Afrique du Nord, l'Algérie, l'Égypte et la Tunisie recourent à divers indicateurs monétaires pour orienter l'action des autorités dans le cadre d'un système de change flexible ou administré, alors que le Maroc a privilégié l'ancrage du cours de change. En Égypte et au Maroc, les autorités se proposent d'instaurer à moyen terme une flexibilité accrue du change, dans une stratégie de ciblage de l'inflation.

Dans plusieurs pays à régime de change flexible, le ciblage de la base monétaire a été utilisé pour guider la politique monétaire et signaler clairement son orientation. Cette stratégie s'appuie sur le fait que la base monétaire est sous le contrôle de la banque centrale. De fait, elle reste une particularité de l'Afrique, les autres régions ayant abandonné cet objectif opérationnel (FMI (2008)). La masse monétaire au sens large sert aussi souvent d'objectif intermédiaire (Kasekende et Brownbridge (2010)). Le ciblage de la base monétaire convenait quand l'inflation était élevée : certaines études montrent une relation étroite entre l'inflation et les variations des agrégats monétaires lorsque l'inflation est forte (Thornton (2008) et Banque centrale de Madagascar (2009)), et une relation moins sensible quand l'inflation est faible. L'inflation ayant été réduite dans la majorité des économies africaines, les banques centrales – des pays en décollage, notamment – sont en passe d'adapter leur cadre de politique monétaire de façon à faciliter le ciblage d'objectifs de production, de prix et de cours de change. Cela supposera peut-être plusieurs objectifs intermédiaires différents.

Pour la plupart, les pays à régime de change fixe sont confrontés à d'autres défis. La zone franc CFA – plus grande zone de change fixe d'Afrique – comprend 14 pays réunis en deux espaces monétaires (la Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale (CEMAC) et l'Union économique et monétaire ouest-africaine (UEMOA)), dont les monnaies respectives, bien que séparées, sont toutes les deux rattachées à l'euro, au même cours, inchangé depuis 1994 (Gulde et Tsangarides (2008)). On attribue généralement à ces unions monétaires le mérite d'avoir instauré un très faible taux d'inflation et une stabilité macroéconomique, mais elles aussi sont confrontées à des défis liés à des chocs exogènes différents : les membres de la CEMAC sont tous (sauf un) pays exportateurs de pétrole, et

⁶ Le Botswana (avec une parité glissante), le Cap-Vert, les Comores, l'Érythrée, la Libye, le Maroc et São Tomé-et-Príncipe ont opté pour l'ancrage du cours de change.

les membres de l'UEMOA, tous importateurs de pétrole. Sans l'instrument du cours de change, l'ajustement du change réel doit s'opérer par le biais des politiques budgétaire et structurelle – notamment par les salaires et les prix. En outre, les deux régions souffrent de conflits internes (dont, tout récemment, en Côte-d'Ivoire, plus grande économie de l'UEMOA), qui ont fait obstacle à l'intégration financière. Bien que le cours de change des deux unions soit rattaché à l'euro, les deux banques centrales (BEAC et BCEAO) disposent d'une certaine latitude en termes d'objectif monétaire, en raison de la mobilité limitée du capital et de l'inachèvement de l'intégration financière régionale.

Instruments de politique monétaire

Si des progrès ont été enregistrés sur la voie de l'abandon d'instruments réglementaires induisant des distorsions (plafonds de crédit, prêts dirigés et contrôle des taux d'intérêt), les pays se limitent le plus souvent aux instruments directs (tableau 3). Les instruments de marché comprennent les cessions de devises et les adjudications de bons du Trésor, tandis que les taux d'intérêt jouent un rôle d'objectif secondaire dans les régimes à ancrage monétaire.

Tableau 3

Principaux instruments de politique monétaire

	Plafond de crédit	Ratio réserves/ actifs liquides	Taux de l'escompte ou taux directeur	Opérations d'open market	Interventions de change	Persuasion	Autre
Afrique du Sud				✓	✓		
Botswana		✓	✓	✓		✓	
Ghana		✓	✓	✓			
Kenya		✓	✓	✓	✓	✓	
Lesotho		✓		✓			
Madagascar		✓	✓	✓	✓	✓	
Maroc		✓		✓	✓		
Maurice		✓	✓	✓	✓	✓	
Mozambique				✓			
Ouganda				✓			
Seychelles		✓					
Swaziland			✓				
Tanzanie		✓	✓	✓	✓	✓	
Tunisie		✓		✓	✓		
Zambie		✓		✓	✓	✓	

Source : BRI, enquête auprès des banques centrales.

Les coefficients de réserves bancaires sont relativement élevés dans les pays d'Afrique. Les réserves obligatoires peuvent avoir différentes fonctions en tant que : instrument de politique monétaire, moyen de réduire le coût du financement du déficit public et outil prudentiel. La modulation des coefficients de réserve a parfois servi, faute de marché interbancaire

performant, à réguler la liquidité dans le système bancaire. Même le marché des bons du Trésor est souvent illiquide ; le recours aux opérations d'*open market* s'en trouve donc limité. Dans certains pays, les réserves obligatoires sont complétées par une exigence de liquidité des actifs, qui sert d'outil monétaire et prudentiel, et est parfois utilisée pour réduire le coût de financement du déficit. Les analyses notent généralement que ces instruments sont inefficaces et sources de distorsions pour la politique monétaire, même s'ils peuvent être utiles à d'autres fins (Gulde (1995)). Comme de nombreuses banques centrales ne rémunèrent qu'en partie les réserves obligatoires, ces dernières constituent une « taxe » sur les banques ; cela contribue à l'écart important qui existe entre taux des dépôts et taux des prêts.

4. Conduite de la politique monétaire durant la crise financière mondiale

Pour la plupart des pays d'Afrique, la crise financière mondiale ne s'est pas manifestée par l'insolvabilité des banques ni par les effets pervers de l'ingénierie financière, mais plutôt par l'impact de la récession mondiale sur la demande d'exportations, les cours des produits de base, les recettes du tourisme, les transferts de fonds des travailleurs migrants et l'investissement direct. Cependant, les pays à revenu intermédiaire, ayant des relations financières plus étroites avec les marchés financiers internationaux, ont été aussi logiquement touchés, et durement, à travers les flux de portefeuille.

L'Afrique du Sud, par exemple, affiche traditionnellement un déficit des paiements courants élevé par rapport aux autres pays émergents, signe manifeste d'un taux d'épargne insuffisant comparé au taux d'investissement (Reuters (2008)), et généralement financé par d'importantes entrées de portefeuille, plus volatiles que l'IDE. L'impact de la crise sur le système bancaire sud-africain a également été répercuté sur d'autres pays, du fait que les banques sud-africaines ont réduit leurs prêts à leurs établissements à l'étranger (Banque mondiale (2010)). Le secteur bancaire a aussi été touché par la chute du cours des actions, laquelle a, de plus, freiné la consommation privée via l'effet de richesse.

Au Nigéria également, le système bancaire a été affecté par la crise, du fait que les banques avaient accru leurs prêts dans les années précédant la crise et étaient fortement tributaires de financements extérieurs ; elles accordaient, de surcroît, des prêts sur marge pour des placements en actions. Leurs actifs ont donc suivi la chute des prix des actions. Certaines dissimulaient en outre hors bilan de volumineux prêts improductifs. Certes, il s'agissait là d'un problème intérieur, mais il a été aggravé par la crise financière mondiale. Au final, la Banque centrale du Nigéria est intervenue pour secourir cinq banques en août 2009. Les opérations de soutien de liquidité se sont chiffrées à environ \$2,8 milliards (soit 2½ % du PIB non pétrolier) (FMI (2009b)). Le repli des actions locales a aussi affecté le secteur bancaire au Kenya et en Ouganda.

Au Ghana, la crise a mis en évidence des faiblesses dans certaines banques (par exemple, concentration des prêts sur le secteur pétrolier). Ces faiblesses, venant s'ajouter à un ralentissement de la croissance économique, à des lacunes dans la gestion des risques dans les banques et aux pertes accusées par certaines entreprises publiques dans le secteur de l'énergie, ont conduit à un vif accroissement des prêts non productifs (FMI (2010b)).

Au sein de la zone franc CFA, les systèmes financiers du Bénin et du Togo ont connu des difficultés majeures, partiellement attribuables à des facteurs intérieurs, mais accentuées par la récession mondiale.

Les banques africaines sont, pour partie, détenues par des groupes étrangers, mais ceux-ci n'ont, dans la plupart des cas, pas opéré de retraits massifs de fonds. Pourtant, des

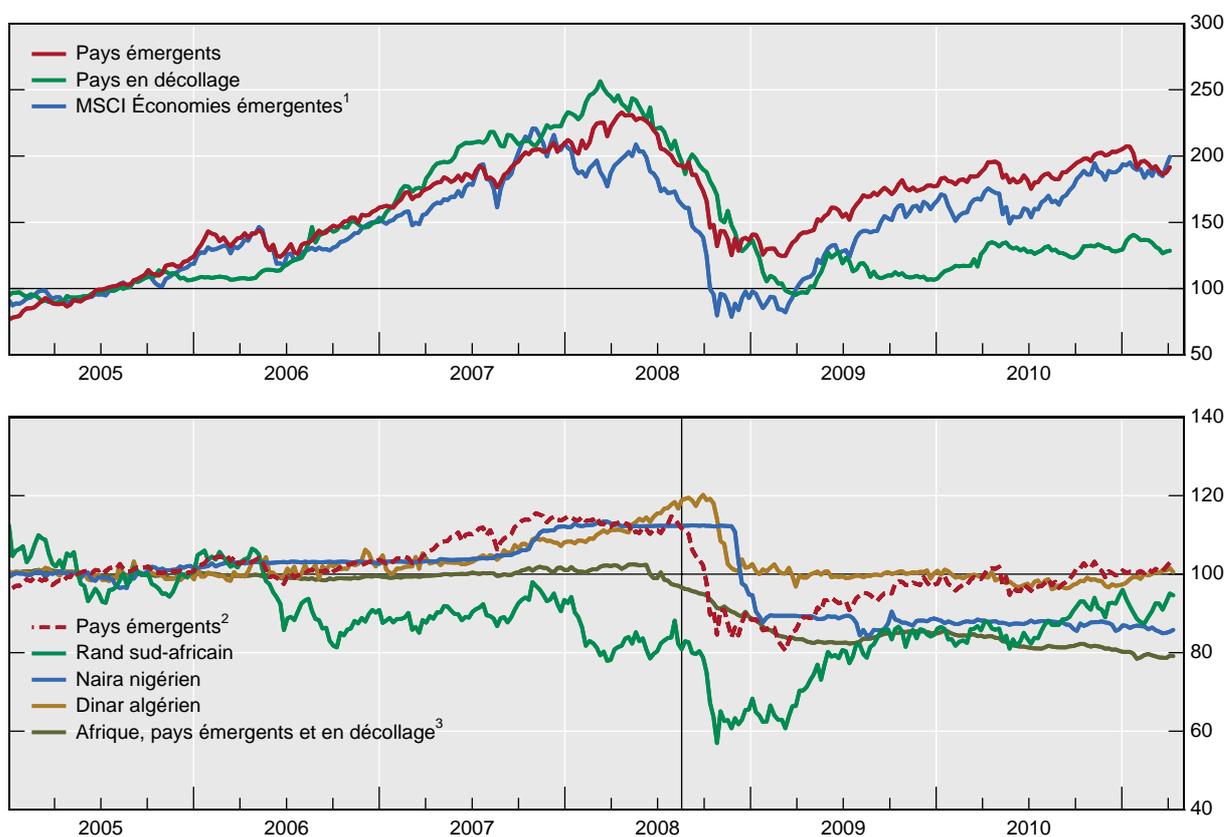
difficultés sont apparues. En Afrique du Sud, certaines banques à capitaux étrangers ont réduit leurs prêts pour éviter des asymétries d'échéances (Banque de Réserve d'Afrique du Sud (2010)).

Dans les pays d'Afrique, les bilans des banques, du secteur public et du secteur privé ne présentaient généralement pas d'asymétrie de devises entre avoirs et engagements. Par conséquent, les pertes sur les positions en devises ont été, dans l'ensemble, limitées, malgré une forte dépréciation de la monnaie locale. Les États avaient bénéficié d'un allègement de la dette publique, qui avait réduit leurs obligations en devises. En outre, seulement quelques pays avaient commencé à solliciter les marchés financiers internationaux (Gabon et Ghana, par exemple). Il convient en particulier de noter que plusieurs pays (Kenya, Nigéria, Tanzanie et Zambie, par exemple) étaient sur le point d'émettre des obligations internationales quand la crise s'est déclarée.

Graphique 7

Indices boursiers (cadre supérieur) et cours de change (cadre inférieur) des économies émergentes et en décollage

2005 = 100



Note : La ligne verticale marque le 15 septembre 2008, date du dépôt de bilan de Lehman Brothers.

¹ Indice Morgan Stanley Composite. ² Moyenne, pondérée sur la base des PPA de 2005, des cours de change des monnaies des pays suivants : Brésil, Corée, Inde, Mexique et Turquie. ³ Moyenne, pondérée sur la base des PPA de 2005, des cours de change par rapport au dollar des monnaies des pays suivants : Égypte, Ghana, Kenya, Maurice, Mozambique, Ouganda, Seychelles, Tunisie et Zambie. Une hausse correspond à une appréciation de la monnaie.

Source : Bloomberg.

L'Afrique a néanmoins pâti des effets indirects de la crise sur la situation financière des banques. Une chute de la demande d'exportations et des prix des produits de base a dégradé la qualité du portefeuille de prêts bancaires. En outre, les primes de risque ont augmenté et le crédit étranger s'est raréfié. Comme dans le monde entier, le repli des marchés d'actions a été généralisé et, comme dans les autres régions émergentes, les monnaies se sont dépréciées (graphique 7). Les entrées de capitaux étrangers, qui étaient attirées par le rendement élevé des monnaies locales (au Ghana, en Ouganda et en Zambie, par exemple), ont fait place à des sorties.

Pendant la récente crise, la situation économique des pays d'Afrique était généralement meilleure que lors des chocs exogènes antérieurs, concernant le solde budgétaire, la dette et l'inflation. Les pays à régime de change flexible ont ainsi pu suivre des politiques budgétaire et monétaire contracycliques. Néanmoins, le renchérissement des denrées alimentaires – qui représentent une part importante de l'indice des prix à la consommation – aurait aisément pu affecter les anticipations d'inflation. En l'occurrence, les banques centrales ont généralement estimé, à juste titre, que la hausse de l'inflation était essentiellement imputable aux produits de base et qu'elle serait vraisemblablement de courte durée, à condition qu'elle ne produise pas d'effets de second tour. Elles ont donc opéré un assouplissement monétaire, comme dans les économies avancées. Pour en atténuer l'incidence sur le cours de change, de nombreuses banques centrales ont mobilisé leurs réserves. En d'autres circonstances, par exemple si le renchérissement des produits de base n'avait pas été suivi d'une récession mondiale (qui a tempéré les anticipations d'inflation), la réponse de la politique monétaire n'aurait peut-être pas été la même.

Dans ce contexte, il y a lieu de se demander si les banques centrales ont réagi trop tardivement après les chocs sur les prix alimentaires, décidant trop tard ou trop timidement d'assouplir les conditions de liquidité et de réduire les taux d'intérêt pour atténuer l'impact sur la croissance domestique de la récession à l'étranger. De fait, en raison du rapide recul de l'inflation dans de nombreux pays, les taux d'intérêt réels auraient pu augmenter (FMI (2010c)). De surcroît, l'accumulation de liquidité dans le système bancaire résultait d'une aversion croissante pour le risque, ce qui aurait pu justifier une orientation accommodante (par exemple, en Zambie) (Baldini *et al.* (à paraître)). Pour les autorités, il était donc important de savoir combien de temps dureraient les chocs exogènes. Or cela était plus difficile à évaluer durant la crise financière mondiale, car, outre la multitude de canaux par lesquels les chocs externes affectent la politique monétaire, la prime de risque sur les actifs domestiques a augmenté, en raison de l'aversion accrue des banques et des investisseurs pour le risque durant le ralentissement mondial.

La sous-section suivante examine plus en détail le fonctionnement de chacun des canaux de transmission de la politique monétaire durant la crise.

Canaux de transmission de la politique monétaire durant la crise

Canal des taux d'intérêt

Dans un premier temps, de nombreuses banques centrales ont relevé leur taux directeur en 2008, face à la menace inflationniste suscitée par l'augmentation des prix alimentaires. Toutefois, devant la dégradation de la demande d'exportations, du tourisme, des transferts de fonds de travailleurs migrants et de l'investissement direct, elles l'ont ensuite abaissé. En réponse à une enquête de la BRI, la majorité des banques centrales a expliqué attacher une grande importance à ce canal de transmission (tableau 4). Mais il convient de noter que l'inflexion du taux directeur n'est efficace que dans la mesure où elle influence les taux du marché (dépôts et prêts), et agit ainsi, dans l'idéal, sur l'activité économique.

Tableau 4

Canaux de transmission de la politique monétaire

Du plus important (5) au moins important (0)

	Taux d'intérêt	Prix des actifs	Cours de change	Crédit/prêts bancaires	Anticipations
Afrique du Sud	5	3	3	5	2
Botswana	✓	0	0	✓	✓
Ghana	5	1	4	3	2
Kenya	5	3	4	5	3
Lesotho	✓	0	✓	0	0
Madagascar	✓	0	0	✓	0
Maroc	0	0	5	5	0
Maurice	4	1	5	3	2
Mozambique	5	0	0	0	0
Ouganda	✓				
Seychelles	✓	0	✓	✓	0
Swaziland	5	0	3	2	0
Tanzanie	3	0	1	2	0
Tunisie	1	0	3	3	0
Zambie	3	3	0	3	2

✓ : signale les divers canaux utilisés, sans qu'ils soient classés par ordre de priorité.

Sources : Réponses des banques centrales à l'enquête de la BRI.

Bien que de nombreuses banques centrales aient abaissé leur taux directeur pour réduire les taux d'intérêt domestiques et stimuler l'activité (graphique 8), les taux intérieurs se sont souvent orientés à la hausse, en raison de la montée des primes de risque dans le monde. Cette tendance, surtout observée dans les pays n'appliquant pas de contrôle des capitaux et à régime de change flottant, a produit l'inverse de l'assouplissement recherché (FMI (2010a)).

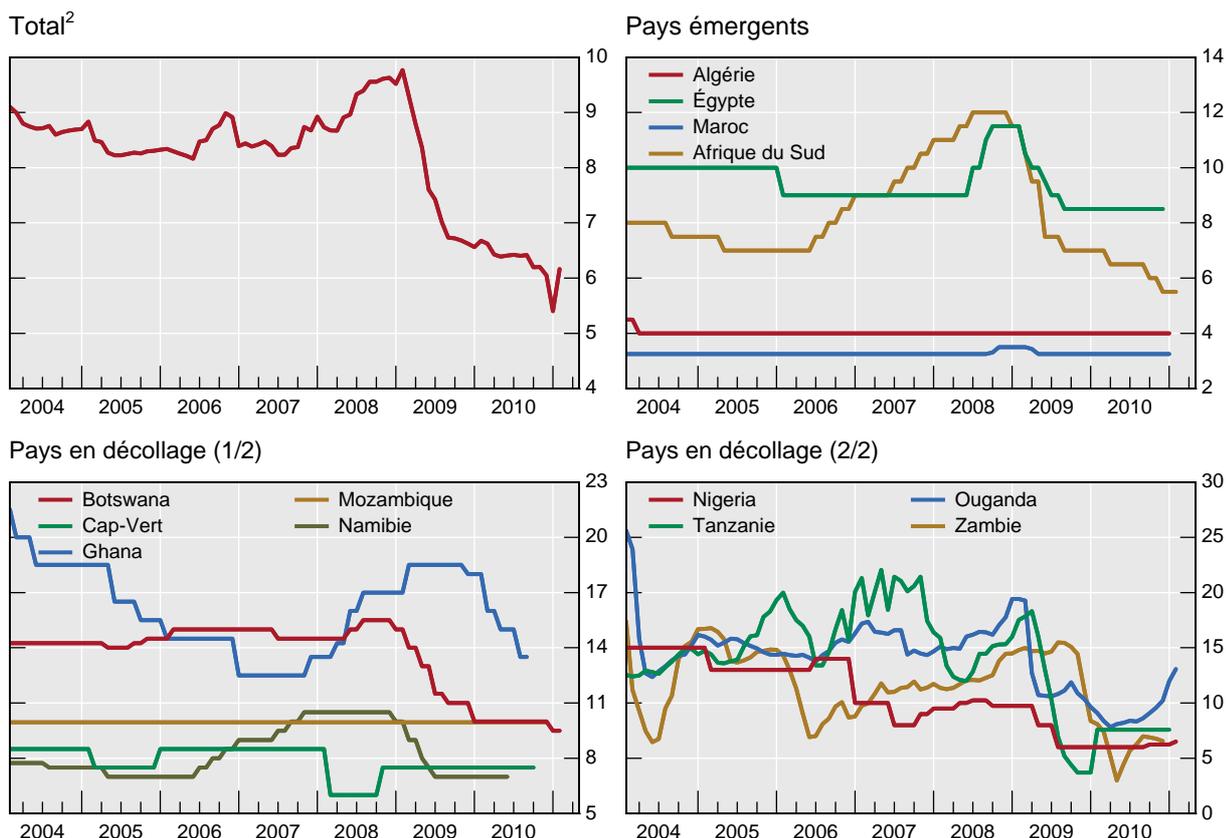
Une difficulté supplémentaire pour évaluer le canal des taux d'intérêt tient à l'importance des marchés informels du crédit en Afrique. Ainsi, un resserrement monétaire peut détourner la demande vers l'important secteur informel et entraîner une forte hausse du coût du crédit (les taux des marchés informels peuvent augmenter plus rapidement que ceux des marchés officiels). Parce que les effets de demande peuvent apparaître avec un retard important, un resserrement monétaire peut être associé à une hausse rapide de l'inflation par les coûts, ce qui peut limiter la capacité de la politique monétaire à stabiliser l'économie.

L'efficacité du canal des taux a varié selon les pays. Dans certains cas, une structure de marché oligopolistique limite la concurrence et permet aux banques d'ajuster leur marge bénéficiaire plutôt que de répercuter les modifications de taux sur les emprunteurs. Dans les pays émergents plus développés, comme l'Afrique du Sud, il y a généralement un lien étroit entre taux directeur et taux des prêts. Sans que ce lien ait disparu, l'écart entre les deux s'est récemment creusé en raison des stratégies d'aversion pour le risque suivies généralement par les banques. En Égypte, les taux des prêts ont été peu sensibles à une réduction du taux directeur. Dans plusieurs pays en décollage, la baisse des taux des prêts a

été tardive. Ainsi, plusieurs banques de Zambie n'ont pas répercuté la réduction du taux directeur sur leurs emprunteurs (Fundanga (2009)). De plus, le lien était plus ténu en période d'assouplissement, de sorte que les taux d'intérêt n'ont pas toujours apporté un soutien contracyclique très efficace à l'activité économique.

Graphique 8
Afrique : taux directeurs¹

En %



¹ Les taux directeurs sont tirés de la ligne 60 des Statistiques financières internationales du FMI. ² Moyenne pondérée sur la base du PIB.

Sources : FMI, Statistiques financières internationales.

Dans les pays à régime de change fixe (membres de la zone franc CFA et de la zone rand), la possibilité de conduire une politique monétaire indépendante est limitée. La BCEAO et la BEAC n'ont que très peu abaissé leurs taux, alors que l'assouplissement opéré par la Banque centrale européenne (BCE) leur offrait une marge de manœuvre plus importante. Ainsi, à mi-2009, la BCE avait réduit son taux de 200 pb et la BEAC de 50 pb seulement (Wakeman-Linn *et al.* (2009)).

Canal du crédit

Dans de nombreux pays d'Afrique, le crédit bancaire au secteur privé avait vivement progressé avant le début de la crise. Cette progression avait atteint des taux annuels de quelque 20–55 % dans la moitié des pays, mais avait été plus modérée parmi les membres de la zone franc CFA (par exemple environ 7 % au Cameroun et 14 % au Sénégal) (tableau 5). Cette croissance a été en partie alimentée par d'importantes entrées de capitaux

et par une politique monétaire parfois trop accommodante pour endiguer la hausse de l'inflation (en dehors de l'inflation dérivée du renchérissement des denrées alimentaires et de la hausse des prix pétroliers).

Tableau 5

Afrique : crédit bancaire au secteur privé

Expansion annuelle, en % ; moyenne sur la période¹

	Janvier 2005– septembre 2008	Septembre 2008– avril 2009	Avril 2009–dernières données disponibles ²
<i>Pays émergents</i>			
Afrique du Sud	20,8	9,2	2,9
Algérie	20,7	16,2	15,5
Égypte	9,1	9,3	3,0
Maroc	18,3	18,2	10,0
Tunisie	8,9	14,6	13,4
<i>Pays en décollage</i>			
Botswana	19,2	22,7	11,3
Cap-Vert	22,0	23,7	11,2
Ghana	46,4	46,3	
Kenya	15,5	24,4	15,8
Maurice	13,9	20,0	5,6
Mozambique	28,5	56,9	48,8
Namibie	14,7	9,4	9,3
Nigéria	54,4	37,9	18,6
Ouganda	26,0	43,5	21,2
Seychelles	15,0	32,5	9,5
Tanzanie	32,9	26,9	16,1
Zambie	40,3	42,3	-0,4
<i>Pays en développement financier</i>			
Angola	72,7	60,2	53,2
Cameroun	7,1	16,2	9,1
Congo, Rép. dém.	13,3	66,0	31,9
Éthiopie	31,9	37,5	
Lesotho	30,8	19,4	21,4
Madagascar	24,1	17,6	9,4
Malawi	38,7	106,0	56,3
Sénégal	14,4	13,6	4,8
Swaziland	25,0	3,7	6,8

¹ Calculée à partir des chiffres de fin de trimestre. ² T3 2010 si disponible.

Sources : FMI, Statistiques financières internationales ; calculs BRI.

Au Nigéria, le crédit bancaire s'était fortement accru avant la crise (taux annuel supérieur à 50 % au premier trimestre 2005 et au troisième trimestre 2008), au détriment de la qualité des prêts (Banque mondiale (2010)). Il s'est contracté dans plusieurs pays, surtout ceux de la zone rand, quand la crise s'est déclarée. Les pays émergents d'Afrique du Nord ont

continué d'afficher de faibles taux d'expansion du crédit, un ralentissement ayant été observé en Égypte et au Maroc, tout récemment.

Le dynamisme de l'expansion du crédit au secteur privé a suscité des préoccupations d'ordre prudentiel, étant donné que de nombreux pays ne confèrent toujours pas à des agences d'évaluation du crédit le droit de compiler des renseignements sur les emprunteurs, ni aux créanciers le droit de saisir les débiteurs défaillants (Kasekende et Brownbridge (2010)).

Canal des prix des actifs

Le sous-développement des marchés financiers limite beaucoup l'efficacité des instruments monétaires. En particulier, l'inflexion du taux directeur pourrait ne pas agir sur l'économie dans son ensemble si l'interbancaire est peu actif ou le marché des obligations ou des bons du Trésor, peu profond. Le développement des marchés des titres, par exemple, accroît la souplesse des taux des prêts (Cottarelli et Kourelis (1994)). Dans les pays à faible revenu, l'obligataire en est encore aux premiers stades de développement et se caractérise essentiellement par des émissions de titres d'État de courte durée. Le marché d'obligations d'entreprise est quasi inexistant, sauf dans les pays émergents. L'interbancaire n'est pas très actif non plus. Mais si le développement du secteur financier en Afrique, en particulier dans les pays à faible revenu, est resté en retard, il s'est produit des changements importants, au cours de la décennie écoulée, qui ont permis un approfondissement des marchés.

Dans les années qui ont précédé la crise financière mondiale, les investisseurs internationaux portaient un intérêt croissant aux marchés obligataires en monnaie locale du Kenya, du Nigéria, de l'Ouganda et de la Zambie. Ils cherchaient à diversifier leurs risques et à obtenir des rendements élevés dans des monnaies relativement stables. Or, certains facteurs ont changé.

Avec l'assouplissement des conditions monétaires, les rendements des obligations en monnaie locale ne sont plus aussi attrayants, surtout compte tenu de la prime de risque exigée. En outre, la plus grande variabilité des cours de change a accru le risque attaché aux placements en titres africains. Par ailleurs, les marchés restent peu profonds et le marché secondaire est quasi inexistant en raison de l'étroitesse de la base d'investisseurs institutionnels (caisses de retraite et sociétés d'assurance) en Afrique. Se désengager du marché est donc coûteux. Il reste à voir dans quelle mesure la crise financière mondiale a entravé le développement de ces marchés. Les investisseurs étrangers semblent faire leur retour sur les marchés africains, mais il est encore trop tôt pour dire si leur niveau de participation sera le même qu'avant.

Certains pays en décollage dotés de marchés financiers relativement développés ont pris plusieurs mesures afin d'approfondir les marchés locaux. Pour financer les infrastructures, l'État kenyan a lancé quatre gros emprunts obligataires en 2010, avec des durées allant jusqu'à 25 ans, une pratique très inhabituelle au sud du Sahara. Début 2011, la Banque centrale du Kenya a offert à l'adjudication une obligation à 30 ans, un record historique pour ce pays. Par ailleurs, les pays de la Communauté de l'Afrique de l'Est (Burundi, Kenya, Ouganda, Rwanda et Tanzanie) commencent à harmoniser la réglementation des marchés financiers pour faciliter la circulation des capitaux au sein de la zone. Il s'agit notamment de créer une Bourse unique et des cadres réglementaire et comptable communs (*Business Daily* (2011)). À court terme, la perspective la plus prometteuse, pour les pays d'Afrique, pourrait être d'élargir leur base d'investisseurs locaux.

Canal du cours de change

Le canal du cours de change est particulièrement important dans les petites économies ouvertes à régime de change flexible. Une expansion monétaire a tendance à réduire le taux d'intérêt réel et à induire une dépréciation de la monnaie ; celle-ci entraîne une hausse des

exportations et une baisse des importations, stimulant dès lors la demande globale. En général, une dépréciation accroît aussi à court terme l'inflation intérieure en renchérissant les prix à l'importation. Cet effet est souvent accentué par les anticipations d'inflation, le cours de change étant un indicateur visible « en temps réel » des conditions financières. Cela est particulièrement vrai dans les pays où les statistiques et informations publiques sur l'état de santé de l'économie ne sont ni suffisantes ni tenues à jour. Le cours de change y sert alors souvent d'indicateur précoce des conditions monétaires et de l'apparition de tensions inflationnistes dans l'économie.

Tableau 6
Afrique : volatilité du cours de change¹

	Janvier 2005– septembre 2008	Septembre 2008– avril 2009	Avril 2009– février 2011
Par rapport au dollar			
<i>Pays émergents</i>			
Afrique du Sud	1,07	3,28	1,17
Algérie	0,65	0,75	0,30
Égypte	0,08	0,17	0,13
Maroc	0,38	0,89	0,53
Tunisie	0,35	0,84	0,53
<i>Pays en décollage</i>			
Botswana	0,48	0,64	0,36
Cap-Vert	0,50	1,23	0,60
Ghana	0,33	0,45	0,39
Kenya	0,38	0,65	0,34
Maurice	0,32	1,24	0,92
Mozambique	0,99	0,83	1,06
Namibie	1,07	3,28	1,17
Nigéria	0,18	0,55	0,33
Ouganda	0,37	0,86	0,59
Seychelles	0,69	3,86	1,80
Tanzanie	0,58	1,07	0,54
Zambie	0,78	1,54	0,75
<i>Pays en démarrage financier</i>			
Angola	0,08	0,12	0,16
Congo, Rép. dém.	0,56	1,55	0,77
Éthiopie	0,10	0,22	0,30
Lesotho	1,07	3,28	1,17
Madagascar	0,27	0,00	0,21
Malawi	0,27	0,00	0,21
Swaziland	1,07	3,28	1,17
Par rapport à l'euro			
Afrique du Sud	0,95	2,69	1,02
Algérie	0,70	1,04	0,56
Égypte	0,42	0,98	0,59
Maroc	0,13	0,38	0,18
Tunisie	0,21	0,54	0,30

¹ Moyenne non pondérée de l'écart type mobile sur cinq jours.

Sources : Bloomberg ; calculs BRI.

Le cours de change constitue aussi un instrument complémentaire à la disposition des banques centrales. Il convient ici de citer Stanley Fischer : « l'intervention sur les changes donne en quelque sorte à la banque centrale un instrument supplémentaire de politique monétaire (ou du moins un demi-instrument supplémentaire), lui permettant non seulement de cibler l'inflation, mais aussi d'avoir une certaine influence sur l'évolution du change » (Fischer (2011)).

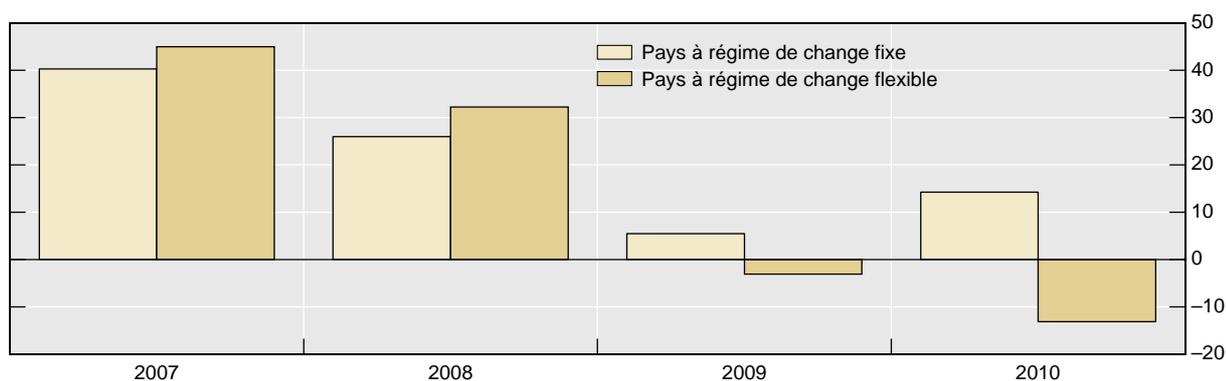
L'enquête de la BRI auprès des banques centrales donne à penser que le cours de change est le principal canal de la politique monétaire à Maurice (tableau 4), qu'il est considéré comme le deuxième canal de transmission au Kenya, et l'un des plus importants canaux en Afrique du Sud (aussi important que le canal des prix des actifs).

Comment le régime de change a-t-il aidé les pays à gérer les effets de la crise financière mondiale ? La plupart des banques centrales ont autorisé une plus grande variabilité du change durant la crise (septembre 2008-avril 2009) (tableau 6). Quelques pays (le Nigéria, notamment) ont tenté, dans un premier temps, de résister aux pressions baissières sur la monnaie, en partie parce qu'une dépréciation rend l'objectif d'inflation plus difficile à atteindre. Toutefois, dans les pays où sont apparues des pressions sur les comptes courants extérieurs, la banque centrale a renoncé à influencer le cours de change, ce qui a permis de protéger le niveau des réserves et d'éviter de lourdes pertes (graphique 9). Il convient de noter que les pays à régime de change flexible semblent avoir enregistré de plus amples mouvements de leurs réserves que les pays à régime fixe ; cela peut tenir au fait que plusieurs d'entre eux ont, en réalité, essayé de stabiliser le cours de change et qu'il en est résulté une contraction des réserves. Dans certains pays, le cours de change a connu des fluctuations assez spectaculaires. Ainsi, en Zambie, le kwacha s'est déprécié de 38 % par rapport au dollar entre mi-2008 et mi-2009.

Dans l'ensemble, la décélération de la croissance a été moindre pour les pays à régime de change flottant. Les régimes de change fixe ont contribué à contenir les tensions inflationnistes, comme on pouvait s'y attendre, mais ils ont aussi accentué la détérioration du solde du compte courant. Les pays qui ont autorisé la dépréciation de leur monnaie sont ceux qui ont le mieux résisté à la crise.

Graphique 9
Afrique : variation annuelle des réserves de change¹

En %



¹ Moyenne pondérée sur la base du PIB.

Source : FMI, Statistiques financières internationales.

Canal des anticipations

Les anticipations concernant l'évolution des taux d'intérêt, des prix et du cours de change sont importantes pour l'efficacité de la politique monétaire, car elles peuvent influencer tous les autres canaux de transmission de la politique monétaire. C'est particulièrement le cas quand la banque centrale a acquis une certaine crédibilité et que son action est prévisible, c'est-à-dire quand sa stratégie fait l'objet d'une communication active.

Il s'agit d'une tendance relativement récente de la politique monétaire, mais qui semble gagner en importance en Afrique aussi. Les banques centrales des pays dont le secteur financier est plus développé ont indiqué, dans le questionnaire BRI, que le canal des anticipations jouait un rôle important. En Afrique du Sud, il est considéré comme l'un des mécanismes de transmission. Au Kenya, il prend aussi plus de place depuis le lancement, par le Comité de politique monétaire (CPM), en septembre 2009, d'enquêtes de marché sur les grands indicateurs économiques. Ces enquêtes ont rehaussé la qualité du signal sur la politique monétaire future en améliorant la communication avec le marché. À Maurice, le canal des anticipations se développe également depuis que les décisions du CPM sont rendues publiques et expliquées ; l'évaluation du CPM concernant l'inflation et la croissance économique fait l'objet d'un vaste débat dans les médias et pourrait avoir une incidence sur la détermination des salaires et des prix dans l'économie.

5. Conclusion

Les pays d'Afrique constituent un ensemble très hétérogène de pays, en termes d'environnement financier et de politique monétaire, allant de systèmes financiers très rudimentaires, dotés de mécanismes de transmission limités, à des systèmes et mécanismes relativement bien développés. Mais partout en Afrique, quel que soit le régime monétaire, la banque centrale poursuit les mêmes objectifs : stabilité des prix, croissance économique et stabilité financière.

Sur tout le continent, la réduction de la dominance budgétaire et de la surliquidité a tendu à renforcer l'efficacité de la politique monétaire. Ce qui fait encore défaut, dans de nombreux pays, est un secteur financier bien développé, à savoir un marché interbancaire efficient, des titres à maturité plus longue (qui permettraient d'établir des courbes de taux) et des marchés d'actions plus profonds. Il faut reconnaître qu'à cet égard, les pays d'Afrique en démarrage financier restent en retard par rapport aux pays à faible revenu d'autres régions, notamment l'Asie. La crise financière mondiale a malheureusement marqué un revers pour de nombreux pays en décollage qui avaient commencé à mettre en place des marchés de titres de dette en monnaie locale. Mais c'était là le risque de s'en remettre principalement à une base d'investisseurs étrangers. Ce revers pourrait aussi avoir du bon, en incitant les autorités à se demander si toutes les conditions prudentielles d'un développement des marchés étaient bien réunies. Et les responsables africains doivent, en outre, se préparer à recourir davantage aux flux de capitaux privés.

Durant la crise financière mondiale, les autorités ont mis largement à contribution la politique monétaire pour contrer l'effet récessionniste de l'effondrement de la demande étrangère. À cette occasion, l'importance des conditions économiques de départ a été une fois de plus démontrée. Les pays qui disposaient d'une certaine marge de manœuvre sur les plans budgétaire et monétaire étaient mieux placés que les autres pour mener une politique contracyclique. En revanche, pour les pays présentant d'importants déséquilibres budgétaire et extérieur, les faiblesses initiales se sont accentuées et les prêts improductifs ont entraîné des pertes supplémentaires pour les systèmes bancaires. Dans certains cas, il a été difficile de passer rapidement d'une politique monétaire restrictive qui visait à répondre au choc sur les prix alimentaires à une phase d'assouplissement destinée à faire face à la récession mondiale. Cela montre toute l'importance d'une politique monétaire prospective.

Si la crise financière mondiale tire à sa fin, d'autres chocs exogènes frappent l'Afrique, comme d'ailleurs le reste du monde⁷. Les prix alimentaires et pétroliers remontent, début 2011, ce qui crée un dilemme pour la politique monétaire. Dans la mesure où ces chocs tiennent à une détérioration temporaire des termes de l'échange pour les importateurs de denrées alimentaires et de pétrole, la politique monétaire pourrait s'accommoder de leur impact initial. Le défi consiste à éviter tout effet de second tour sur les prix, pour préparer un reflux de l'inflation ; cela est particulièrement difficile pour les pays ayant enregistré une forte inflation dans un passé récent, car dans ces cas-là, les hausses des prix peuvent rapidement alimenter les anticipations d'inflation.

L'épisode de renchérissement du pétrole, en 2008, ne sert sans doute pas de bon guide pour l'orientation monétaire à choisir aujourd'hui : les prix pétroliers étaient descendus rapidement en 2009 – sous l'effet de la récession mondiale –, et n'avaient donc eu qu'un effet temporaire sur l'inflation. Si les prix pétroliers restent élevés dans la conjoncture actuelle, différente, il sera peut-être bon d'opter pour un resserrement quelque peu plus marqué qu'en 2009.

La conduite de la politique monétaire est-elle intrinsèquement différente en Afrique ? Pour l'essentiel, elle repose sur les mêmes objectifs et les mêmes besoins que partout dans le monde : les objectifs de faible inflation, de croissance économique et de stabilité financière ; l'indépendance de la banque centrale vis-à-vis de l'État, nécessaire pour une conduite de la politique monétaire sans ingérence politique ; des finances publiques saines, importantes pour l'efficacité de la politique monétaire ; les principaux mécanismes de transmission ; sans négliger la crédibilité de la banque centrale, aux niveaux national et international, indispensable pour la conduite de la politique monétaire. Et tout comme d'autres régions en développement, elle se heurte à des modifications structurelles, qui rendent la demande de monnaie instable et compliquent la mise en œuvre de la politique monétaire. Pourtant, certaines spécificités demeurent : l'imperfection de l'information et des statistiques, qui fait obstacle à une analyse économique actuelle et précise ; le faible niveau d'encadrement des contrats ; le manque de profondeur des marchés financiers, qui nuit à l'efficacité de la politique monétaire, et la forte exposition des économies d'Afrique aux chocs exogènes.

Enfin et surtout, les banques centrales africaines ne doivent pas oublier qu'elles ont, pour la plupart, des antécédents limités en matière de lutte contre l'inflation, qui continueront de mettre leur crédibilité à l'épreuve et de limiter la marge de manœuvre de la politique monétaire (Plenderleith (2003)).

⁷ Les dernières prévisions du FMI pour l'Afrique sont résumées à l'annexe, au tableau A2.

Annexe

Tableau A1

Pays africains, en fonction de la profondeur des systèmes financiers

	À régime de change fixe	À régime de change flexible/administré	Exportateurs de pétrole
<i>Pays émergents (5)</i>			
Afrique du Sud		X	
Algérie		X	X
Égypte		X	
Maroc	X		
Tunisie		X	
<i>Pays en décollage (12)¹</i>			
Botswana	X (panier de monnaies) ²		
Cap-Vert	X (euro)		
Ghana		X	
Kenya		X	
Maurice		X	
Mozambique		X	
Namibie	X (CMA)		
Nigéria		X	X
Ouganda		X	
Seychelles		X	
Tanzanie		X	
Zambie		X	
<i>Pays en démarrage financier (36)</i>			
Angola		X	X
Bénin	X (franc CFA)		
Burkina Faso	X (franc CFA)		
Burundi		X	
Cameroun	X (franc CFA)		X
Comores	X (euro)		
Congo, République démocratique du		X	
Congo, République du	X (franc CFA)		X
Côte d'Ivoire	X (franc CFA)		
Djibouti	X (dollar)		
Érythrée	X (dollar)		
Éthiopie		X	
Gabon	X (franc CFA)		X
Gambie		X	
Guinée		X	
Guinée-Bissau	X (franc CFA)		
Guinée équatoriale	X (franc CFA)		X
Lesotho	X (CMA)		
Liberia		X	
Libye	X (DTS)		X

Tableau A1 (suite)

Afrique (53)

	À régime de change fixe	À régime de change flexible/administré	Exportateurs de pétrole
Madagascar		X	
Malawi		X	
Mali	X (franc CFA)		
Mauritanie		X	
Niger	X (franc CFA)		
République centrafricaine	X (franc CFA)		
Rwanda		X	
São Tomé-et-Principe	X (euro)		
Sénégal	X (franc CFA)		
Sierra Leone		X	
Somalie		X	
Soudan		X	X
Swaziland	X (CMA)		
Tchad	X (franc CFA)		X
Togo	X (franc CFA)		
Zimbabwe	Pas d'unité monétaire propre – le dollar est la monnaie principale		

CMA = Common Monetary Area, zone monétaire commune d'Afrique australe.

¹ Pays qui ont soit sollicité les marchés financiers internationaux, soit attiré les investisseurs étrangers sur le marché local. La sélection est opérée sur la base du ratio actifs bancaires/PIB et du degré de développement des marchés financiers (FMI(2009)). ² Le Botswana a une parité glissante par rapport à un panier constitué des monnaies composant le DTS et du rand sud-africain, ajustée en fonction du taux d'inflation projeté dans les pays du panier.

Tableau A2
Afrique : perspectives de 2011

	PIB réel		Inflation ¹		Compte courant ²	
	2010	2011	2010	2011	2010	2011
Afrique du Nord	3,8	2,5	5,4	5,9	-0,4	0,4
Algérie	3,3	3,6	4,3	5,0	9,4	17,8
Égypte	5,1	1,0	11,7	11,5	-2,0	-2,7
Maroc	3,2	3,9	1,0	2,9	-4,2	-5,7
Tunisie	3,7	1,3	4,4	4,0	-4,8	-7,8
Afrique subsaharienne	5,0	5,5	7,5	7,8	-2,4	0,4
Afrique du Sud	2,8	3,5	4,3	4,9	-2,8	-4,4
Angola	1,6	7,8	14,5	14,6	-1,8	6,2
Botswana	8,6	6,0	7,0	7,8	-2,5	-2,4
Congo, République démocratique	7,2	6,5	23,5	12,0	-6,8	-2,8
Côte d'Ivoire	2,6	-7,5	1,4	5,0	3,9	...
Éthiopie	8,0	8,5	2,8	12,9	-4,3	-8,1
Ghana	5,7	13,7	10,7	8,7	-7,2	-6,8
Kenya	5,0	5,7	3,9	7,2	-7,9	-9,3
Lesotho	2,4	3,1	3,8	5,4	-16,2	-23,4
Madagascar	-2,0	0,6	9,0	8,9	-13,4	-7,1
Malawi	6,6	6,1	6,9	6,6	-1,3	-3,8
Maurice	4,0	4,1	2,9	7,4	-9,5	-11,6
Mozambique	7,0	7,5	12,7	9,5	-12,7	-12,0
Namibie	4,4	4,8	4,5	5,9	-1,1	-0,9
Nigéria	8,4	6,9	13,7	11,1	6,4	14,6
Ouganda	5,2	6,0	9,4	6,1	-9,9	-10,6
Sénégal	4,2	4,5	1,2	3,9	-8,3	-11,5
Seychelles	6,2	4,0	-2,4	3,1	-50,7	-32,7
Swaziland	2,0	0,5	4,5	7,9	-20,6	-16,0
Tanzanie	6,5	6,4	10,5	6,3	-8,6	-9,5
Zambie	7,6	6,8	8,5	9,0	3,8	5,9

Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale, avril 2010.

¹ Variations, en moyennes annuelles. ² En % du PIB.

Bibliographie

Baldini, A. et M. Poplawski (2008) : « Fiscal and monetary anchors for price stability: evidence from Sub-Saharan Africa », *IMF Working Paper*, n° 08/121.

Baldini, A., J. Benes, A. Berg, M. Dao et R. Portillo (à paraître) : *Impact of the global financial crisis in low-income countries: the case of Zambia*.

Banque de Réserve d'Afrique du Sud (2010) : « The international banking crisis and domestic financial intermediation in emerging market economies: issues for South Africa », *BIS Paper*, n° 54, décembre, www.bis.org/publ/bppdf/bispap54.htm.

Banque centrale de Madagascar (2008) : *Réflexions pour une meilleure transmission de la politique monétaire à travers le taux directeur*.

——— (2009) : *Une Analyse de la transmission de la politique monétaire à partir d'un VAR structurel*.

Banque centrale de Maurice (2006) : « A new framework for the conduct of monetary policy by the Bank of Mauritius », communiqué publié le 13 décembre.

Banque mondiale (2010) : *The African financial sector in times of global crisis*, octobre.

BRI (2008) : *Transmission mechanisms for monetary policy in emerging market economies*, *BIS Paper*, n° 35, janvier, www.bis.org/publ/bppdf/bispap35.htm.

Business Daily (2011) : 3 mars.

Cottarelli, C. et A. Kourelis (1994) : *Financial structure, bank lending rates, and the transmission mechanism of monetary policy*, *IMF Staff Papers*, vol. 41, n° 4, décembre.

Fischer, S., R. Sahay et C. Vegh (2002) : *Modern hyper- and high Inflations*, *IMF Working Paper*, n° 02/197

Fischer, S. (2011) : « Central bank lessons from the global crisis », conférence prononcée à la Banque de Réserve de l'Inde, 11 février.

FMI (2009a) : « Les systèmes financiers subsahariens et le choc financier mondial », *Perspectives économiques régionales, Afrique subsaharienne*, chapitre 2, avril.

——— (2009b) : « Nigeria: Staff Report for the 2009 Article IV Consultation », *IMF Country Report on Nigeria*, n° 09/315, novembre.

——— (2010a) : « Mauritius: staff report for the 2009 Article IV Consultation », *IMF Country Report on Mauritius*, n° 10/37, février.

——— (2010) : « Ghana: combined first and second reviews under the arrangement under the Extended Credit Facility ... », *IMF Country Report on Ghana*, n° 10/178, juin.

——— (2010c) : « L'efficacité de la politique monétaire en Afrique subsaharienne », *Perspectives économiques régionales, Afrique subsaharienne*, chapitre 2, octobre.

Fundanga, C. (2009) : « *Developments in the Zambian banking sector* », allocution prononcée par le Gouverneur de la Banque de Zambie, Lusaka, 24 novembre, www.bis.org/review/r091130e.pdf.

Gulde, A. et C. Tsangarides (sous la direction de) (2008) : *The CFA franc zone, common currency, uncommon challenges*, FMI.

Gulde, A (1995) : *Liquid asset ratios – an effective policy tool?* FMI, *MAE Operational Paper*, n° 95/04.

Gulde, A., C. Patillo, J. Christensen, K. Carey et S. Wagh (2006) : « Secteurs financiers : problèmes, enjeux et stratégies de réforme », FMI, *Perspectives économiques régionales, Afrique subsaharienne*, mai.

Kasekende, L. et M. Brownbridge (2010) : *Post crisis monetary policy frameworks in Sub-Saharan Africa*, document présenté lors de la Conférence économique africaine, octobre, www.afdb.org/en/aec/past-aecs/aec-2010/papers/post-crisis-monetary-policy-frameworks-in-sub-saharan-africa.

Mishra, P., P. Montiel et A. Spilimbergo (2010) : « Monetary transmission in low income countries », *IMF Working Paper*, n° 10/223, octobre.

Plenderleith, I. (2003) : « Is monetary policy different in Africa? », allocution prononcée devant le Conseil de la Réserve fédérale de Kansas City (colloque tenu à Jackson Hole, Wyoming, États-Unis d'Amérique), 28–30 août, www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2003/pdf/Plenderleith2003.pdf.

Reuters (2008) : Entretien avec le ministre des Finances, Trevor Manuel, 17 mars.

Thornton, J. (2008) : « Money, output and inflation in African economies », *South African Journal of Economics*, vol. 76, n° 3.

Wakeman-Linn, J., R. Portillo, P. Iossifov et D. Milkov (2009) : « The international financial crisis and global recession: impact on the CEMAC region and policy considerations », *IMF Staff Position Note* n° SPN/09/20, juillet.

Flux de capitaux, variation du cours des matières premières et intervention de change

Logan Rangasamy et Dubravko Mihaljek¹

1. Introduction

Le continent africain a dégagé une croissance économique de 5,8 % par an en moyenne entre 2001 et 2008, ce qui est nettement mieux que la moyenne de 2,3 % enregistrée pour les années 1990. D'importantes entrées de capitaux et la hausse des cours des matières premières sont les deux principaux facteurs extérieurs qui expliquent cette amélioration. Leur effet a été renforcé par l'adoption de politiques macroéconomiques prudentes qui ont encouragé des initiatives favorables au marché, après des décennies d'intervention massive de l'État dans maintes économies.

Les entrées de capitaux ont financé une grande partie de l'investissement et des déficits extérieurs dans de nombreux pays d'Afrique. Dans le même temps, le renchérissement des matières premières a contribué au redressement du solde extérieur et de la croissance dans les pays exportateurs. Cependant, l'ampleur des flux de capitaux et la volatilité des cours ont également exacerbé la volatilité macroéconomique et l'appréciation des cours de change en termes réels, érodé la compétitivité extérieure et accentué les vulnérabilités financières dans certains pays.

Afin d'éclairer le débat sur ces questions, le présent document décrit les évolutions des flux de capitaux et des cours des matières premières en Afrique durant la dernière décennie. La section 2 analyse les tendances de ces flux avant, pendant et après la crise financière mondiale, et en expose brièvement certains des effets sur les économies africaines. La section 3 s'intéresse aux cours des matières premières et à leurs répercussions macroéconomiques sur le continent. La section 4 traite des enjeux stratégiques associés aux interventions sur le marché des changes dans un contexte de volatilité des flux de capitaux et des cours des matières premières, et la section 5 conclut le document.

2. Flux de capitaux

Les pays en développement et l'Afrique

Sur la période 2001–2007, les entrées nettes de capitaux privés dans les pays en développement ont été multipliées par cinq, culminant autour de \$1 100 milliards en 2007 (tableau 1)². En pourcentage du PIB, elles sont passées d'environ 4 % en 2001 à un peu plus de 9 % en 2007. Les principales régions bénéficiaires étaient les suivantes : Asie de l'Est et Pacifique, Amérique latine et Caraïbes, Europe et Asie centrale ; ensemble, elles

¹ Les auteurs tiennent à remercier Stephen Cecchetti, Serge Jeanneau, Philip Turner et Benedicte Vibe Christensen pour leurs commentaires, ainsi que Emir Emiray, Emese Kuruc et Agne Subelyte pour leur assistance technique.

² Pour des analyses récentes de l'évolution des flux de capitaux en direction des économies émergentes, voir BRI (2008) et CGFS (2009).

représentaient, en 2007, 83 % des entrées nettes de capitaux privés dans les pays en développement (89 % en 2001).

On a également observé une progression rapide des entrées nettes de capitaux privés en Afrique : \$51 milliards ont afflué en Afrique subsaharienne en 2007, soit quatre fois plus qu'en 2001. Si la part de l'Afrique subsaharienne est restée relativement constante, à environ 5 % sur cette période, les entrées ont augmenté en proportion du PIB de la région, passant de 3 % en 2001 à 7 % en 2007. L'Afrique soutient assez favorablement la comparaison avec la plupart des autres régions en développement (tableau 1).

Après l'éclatement de la crise financière, les entrées nettes de capitaux privés dans les pays en développement ont ralenti pour marquer un repli de 53 % entre 2007 et 2009. Une redistribution régionale s'est également opérée au détriment de la région Europe et Asie centrale, et au bénéfice de toutes les autres ; la part de l'Afrique subsaharienne, en particulier, s'est établie à 8 % du total des entrées nettes pour les pays en développement en 2009, contre 5 % en 2007, année où celles-ci ont culminé (voir aussi Chauvin et Geis (2011) et FMI (2010a) et (2010b)).

Tableau 1
Entrées nettes de capitaux privés par région

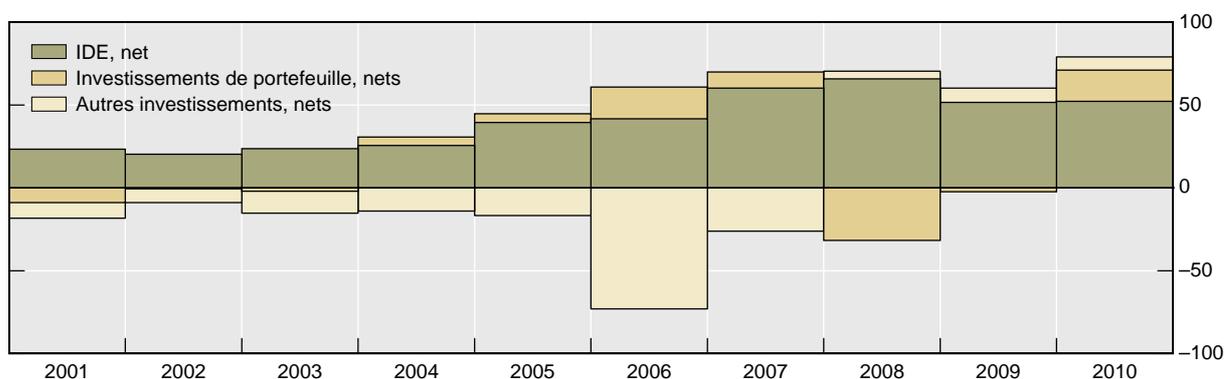
	En milliards d'USD				En % des flux totaux			En % du PIB	
	2001	2007	2008	2009	2001	2007	2009	2001	2007
Pays en développement	223	1 110	716	522	100	100	100	4	9
Asie de l'Est et Pacifique	83	286	184	186	37	24	32	5	7
Asie du Sud	8	113	53	68	4	10	13	1	8
Europe et Asie centrale	29	413	251	58	13	40	15	3	15
Moyen-Orient et Afrique du Nord	5	28	23	26	2	2	5	1	3
Afrique subsaharienne	11	51	34	36	5	5	8	3	7
Amérique latine et Caraïbes	87	219	171	148	39	19	28	4	6

Source : Banque mondiale, 2011.

Les sous-régions africaines

Dans les 53 pays africains pour lesquels les données des *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI sont disponibles, les entrées nettes de capitaux privés ont été multipliées par 16 au cours de la dernière décennie, passant de \$5 milliards en 2001 à \$79 milliards en 2010 (tableau A1 en annexe). C'est dans les pays dits émergents (Afrique du Sud, Algérie, Égypte, Maroc et Tunisie) que l'on a observé la plus forte hausse. Viennent ensuite les pays en décollage (Botswana, Cap-Vert, Ghana, Kenya, Maurice, Mozambique, Namibie, Nigéria, Ouganda, Seychelles, Tanzanie et Zambie) et les pays en démarrage financier (tous les autres). Les pays émergents ont absorbé 54 % du total en 2010 (\$43 milliards), contre 20 % (\$16 milliards) pour les pays en décollage et 26 % (\$21 milliards) pour les pays en démarrage financier (tableau A1 en annexe). En proportion du PIB, les entrées ont été les plus volumineuses dans les pays africains en décollage (10,3 %), suivis par les pays émergents (4,9 %) et par les pays en démarrage financier (2,9 %).

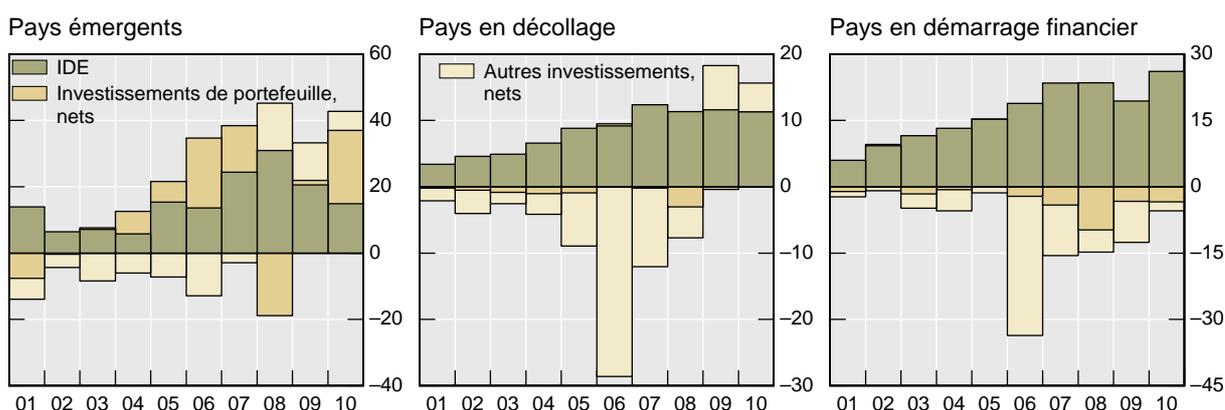
Graphique 1
Entrées nettes de capitaux privés en Afrique
 En milliards de dollars des États-Unis



Source : Statistiques relatives aux balances des paiements du service IFS du FMI.

La ventilation de ces entrées de capitaux privés en composantes de la balance des paiements (investissement direct étranger (IDE), investissements de portefeuille et autres investissements) fait apparaître quelques variations intéressantes entre sous-régions. Dans les pays émergents, l'IDE a fortement progressé entre 2002 et 2008, avant de diminuer de moitié au cours des deux dernières années, sous l'effet de la crise (graphique 2, cadre de gauche). En revanche, les entrées d'investissements de portefeuille se sont révélées étonnamment soutenues en 2010, dépassant l'IDE de quelque \$5 milliards. Les économies émergentes (ÉcÉm) africaines étaient également les premières bénéficiaires des flux nets de portefeuille avant la crise, surtout en 2006–2007. Or, ces flux ont connu une inversion marquée en 2008.

Graphique 2
Flux nets de capitaux privés en Afrique
 En milliards de dollars des États-Unis



Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2010.

À l'opposé, les entrées d'IDE dans les pays en décollage et les pays en démarrage financier n'ont pas, pour l'essentiel, été perturbées par la crise (graphique 2, cadres du milieu et de droite). Toutefois, les autres investissements, qui avaient enregistré de très volumineuses sorties nettes en 2006 (voir plus bas), ont continué d'enregistrer des sorties significatives

pendant la crise, en 2007–2009 ; il en a été de même pour les investissements de portefeuille, surtout pour les pays en démarrage financier. Dans les pays en décollage, les autres investissements se sont redressés en 2009 et 2010 (cadre du milieu).

Composition des entrées de capitaux

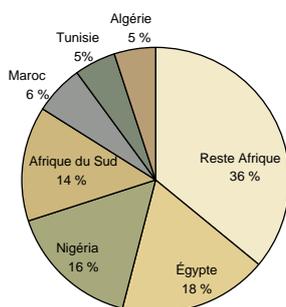
Les entrées de capitaux privés en Afrique correspondent essentiellement à l'*investissement direct étranger (IDE)* qui, en 2010, représentait les deux tiers des entrées nettes (graphique 1). L'IDE a progressé presque sans interruption de 2001 à 2008, année pendant laquelle il a culminé à environ \$66 milliards. Il a fait preuve d'une résilience remarquable pendant la crise, avec une moyenne d'environ \$50 milliards par an en 2009 et 2010, soit approximativement 3 % du PIB de l'Afrique. Cette croissance régulière de l'IDE en Afrique n'est pas surprenante au regard de son retour sur investissement, l'un des plus élevés au monde (CNUCED (2008)). À la faveur de l'envolée des cours des métaux, du pétrole brut et du gaz naturel, une grande partie de l'IDE a profité aux secteurs à forte intensité de ressources naturelles. Les principaux destinataires ont été l'Afrique du Sud, l'Algérie, l'Égypte, le Maroc, le Nigéria et la Tunisie (graphique 3, cadre de gauche).

Plus récemment, sous l'effet de l'augmentation des flux d'IDE Sud-Sud, l'Afrique a également resserré ses liens avec les pays en développement. On a en particulier constaté un renforcement des relations d'investissement entre l'Asie et l'Afrique (graphique 3, cadre de droite). La plupart de ces investissements font intervenir des entreprises d'État telles que CNOOC (Chine), Petronas (Malaisie) et ONGC (Inde). L'encours d'IDE chinois en Afrique a ainsi avoisiné \$8 milliards en 2008, dont 40 % en Afrique du Sud (CNUCED (2010)). Ces dernières années, les investisseurs privés chinois étendent également leur présence dans de nombreux pays d'Afrique (Gu (2009)). Par ailleurs, l'Inde destine quelque 9 % de son IDE au continent africain, et en premier lieu à la Côte d'Ivoire, au Sénégal et au Soudan. L'IDE intrarégional en Afrique s'est, lui aussi, étoffé au fil du temps. Ainsi, de 5 % en 2000, la part des pays africains dans l'encours d'IDE de l'Afrique du Sud a bondi à 22 % en 2008. Selon la CNUCED (2010), en 2009, on dénombrait au total 2 250 projets sud-africains sur le continent, dans des secteurs tels que l'infrastructure, les télécommunications, l'énergie et les mines.

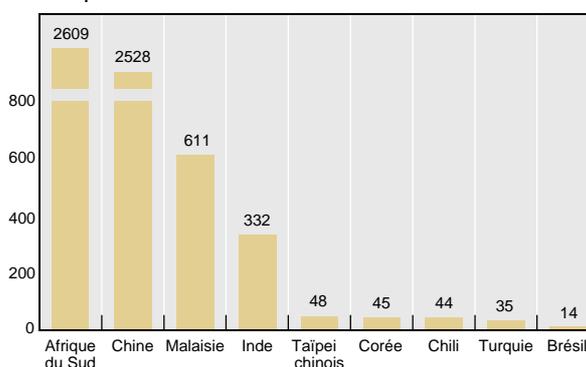
Graphique 3

Investissement direct étranger en Afrique

Entrée d'IDE par pays, en % du total



Principaux pays en développement investissant en Afrique¹



¹ En millions de dollars des États-Unis, 2006–2008.

Sources : OCDE (2010) ; CNUCED (2010).

Sur le plan de la **composition sectorielle**, une part significative de l'IDE africain cible les infrastructures, lesquelles jouent un rôle important dans l'expansion des capacités de production, la stimulation de la demande globale et l'amélioration de l'allocation des ressources (McKinley (2009)). Le développement insuffisant des infrastructures a d'ailleurs sérieusement entravé la croissance économique de l'Afrique dans le passé. Cependant, l'IDE des économies émergentes d'Asie commence à stimuler les investissements dans les infrastructures sur le continent africain depuis quelques années. Par exemple, selon les estimations de la Banque mondiale, en 2010, la Chine et la Corée, d'un côté, et le Cameroun, le Ghana, le Nigéria et la République démocratique du Congo, de l'autre, ont conclu des conventions de financement de projets d'infrastructure se chiffrant à plus de \$22 milliards (tableau A2 en annexe).

Malgré ces progrès, on estime que, pour combler son écart d'infrastructure, surtout dans l'énergie et les transports, l'Afrique devra investir plus de \$30 milliards par an pendant un certain temps encore (Foster et Briceño-Garmendia (2010)). Il ne fait guère de doute que tant l'investissement public qu'étranger est vital pour la résolution des problèmes d'infrastructure dans de nombreux pays d'Afrique. À cet égard, il faut préciser que l'investissement étranger dans les infrastructures n'évince pas l'investissement privé local s'il s'accompagne d'entrées de capitaux. Il ne devrait pas non plus sur-solliciter les ressources locales ni exercer de pressions sur les prix locaux. Par exemple, l'investissement chinois dans l'infrastructure africaine passe habituellement par des importations massives de matériaux, services et main-d'œuvre, si bien qu'il ne produit normalement qu'un effet inflationniste modéré.

Les **entrées nettes de capitaux sous forme de flux de portefeuille** étaient également en hausse avant la crise, surtout en direction de l'Afrique émergente (graphiques 1 et 2). Au cours des trois dernières années, les flux de portefeuille sur le continent sont toutefois devenus très volatils. En 2008, au début de la crise, quelque \$30 milliards de capitaux sont sortis d'Afrique. En 2009, on a également enregistré de légères sorties nettes. Néanmoins, en 2010, les flux de portefeuille se sont vivement redressés, environ \$25 milliards revenant sur le continent (graphique 1), presque exclusivement au bénéfice des pays émergents (graphique 2, cadre de gauche).

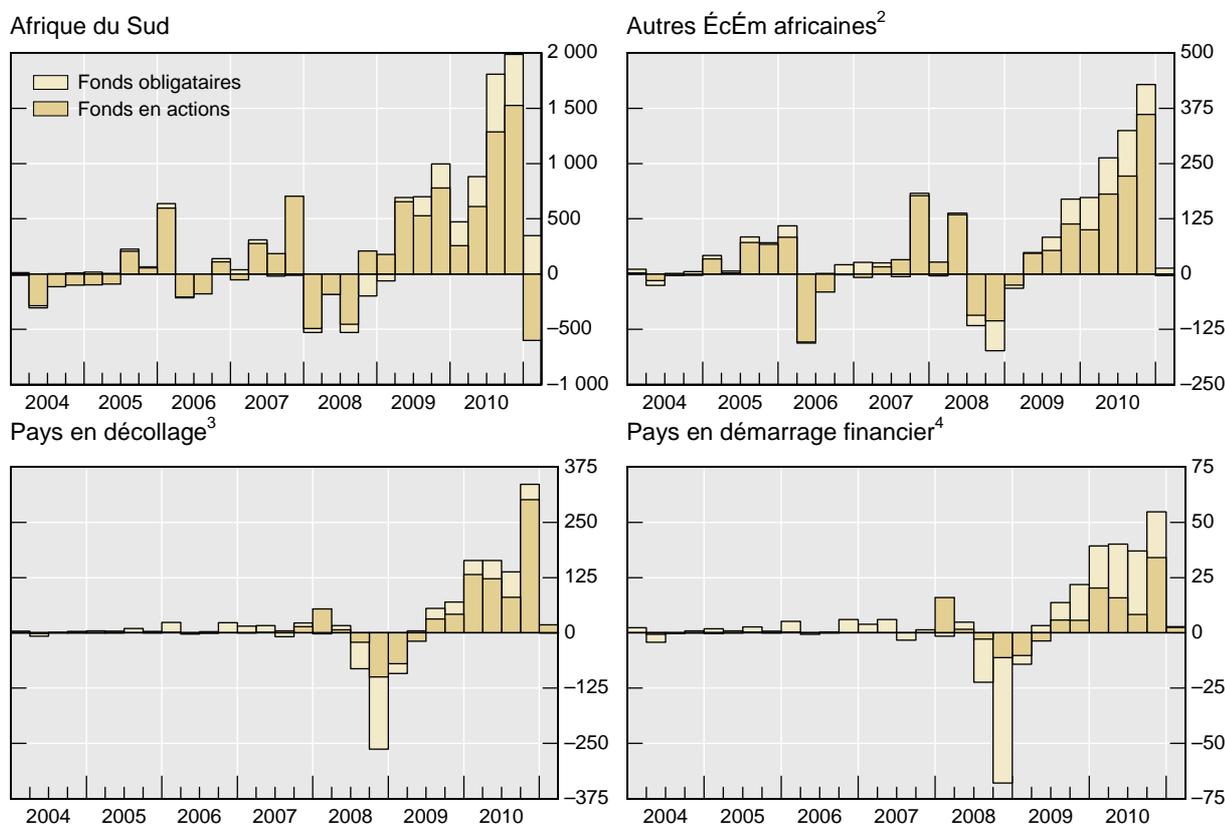
Une ventilation plus détaillée d'un sous-ensemble de ces flux de capitaux, investis dans des fonds réservés à tel ou tel pays africain ou dans des fonds spécifiquement destinés aux pays en développement pour lesquels une décomposition par pays ou par région est disponible, montre que l'Afrique du Sud est, de loin, la première destination des investissements de portefeuille sur le continent (graphique 4, cadre supérieur gauche). Les flux reçus par l'Afrique du Sud étaient déjà passablement volatils avant le début de la crise en 2008. En forte hausse en 2009 et 2010, ils ont atteint des sommets historiques au deuxième semestre 2010. Cependant, au premier trimestre 2011, les fonds en actions ont enregistré des sorties nettes, alors que les placements en fonds obligataires restaient soutenus.

Dans les autres pays émergents d'Afrique, les flux de portefeuille ont suivi une évolution comparable ; les fonds en actions et en obligations ont vivement repris en 2010, avant un brusque coup de frein au premier trimestre 2011 (graphique 4, cadre supérieur droit). Le même schéma, mais assorti d'une plus grande volatilité, s'est reproduit dans les pays africains en décollage (cadre inférieur gauche), ainsi que dans les pays en démarrage financier (cadre inférieur droit). Il convient en particulier de noter les sorties massives des fonds obligataires sur ces marchés après l'effondrement de Lehman Brothers, au quatrième trimestre 2008. Dans les pays en démarrage financier, les investissements de portefeuille ont davantage misé sur les fonds obligataires qu'ailleurs (Afrique du Sud comprise), où ce sont les placements en actions qui ont dominé. En 2011, après un bon démarrage en janvier, la quasi-totalité des marchés africains a affiché des sorties nettes des fonds en actions et en obligations au mois de février et de mars.

Graphique 4

Flux nets d'investissements de portefeuille dans les fonds africains en actions et en obligations¹

En millions de dollars des États-Unis



¹ Totaux trimestriels des données hebdomadaires jusqu'au 30 mars 2011. Les données englobent les flux nets de portefeuille (corrégés des variations des cours de change) investis dans des fonds spécifiquement destinés à des pays africains et dans des fonds destinés aux pays en développement pour lesquels la décomposition par pays, ou au moins par région, est disponible. ² Algérie (fonds obligataires uniquement), Égypte, Maroc et Tunisie. ³ Botswana, Ghana, Kenya, Maurice, Namibie, Nigéria, Tanzanie (fonds en actions uniquement), Ouganda (fonds en actions uniquement) et Zambie. ⁴ Fonds obligataires : Côte d'Ivoire, Gabon, Libye et République démocratique du Congo ; fonds en actions : Côte d'Ivoire, Malawi, Swaziland et Zimbabwe.

Source : EPFR.

Une décomposition par pays, sur la base des données relatives à la balance des paiements, montre que, outre l'Afrique du Sud, qui a reçu \$4,6 milliards d'investissements nets de portefeuille par an en moyenne, le Nigéria a bénéficié d'une grande partie de ces entrées sur la période 2000–2009 (\$0,7 milliard par an ; tableau A3 en annexe). Plus récemment, certains autres pays, à savoir le Ghana, le Kenya, l'Ouganda, la Tanzanie et la Zambie, ont aussi commencé à recevoir de petits volumes d'investissements de portefeuille. En revanche, plusieurs pays, et en particulier l'Égypte, ont enregistré des sorties nettes de flux de portefeuille sur la période 2000–2009.

Les **autres flux d'investissement**, qui se composent pour l'essentiel de prêts bancaires transfrontières aux pays africains et de dépôts placés par les pays africains auprès de banques étrangères, se sont révélés négatifs mais assez stables entre 2001 et 2005 (graphique 1). En 2006, les sorties ont bondi à près de \$75 milliards (graphique 2), sous l'effet de dépôts volumineux placés par certains pays exportateurs de pétrole (et en particulier le Nigéria) auprès de banques étrangères. Depuis 2008, ces flux se sont inversés. Lorsque la crise s'est déclenchée et que les investisseurs étrangers ont quitté l'Afrique et

d'autres pays émergents, beaucoup de pays africains ont retiré leurs dépôts des banques domiciliées à l'étranger afin de contrebalancer la baisse de la liquidité sur les marchés locaux. Ce mouvement a entraîné des entrées nettes sous forme d'autres investissements, au rythme d'environ \$10 milliards par an.

Les statistiques bancaires territoriales de la BRI éclairent les tendances de ces autres flux d'investissements. Elles procurent des informations détaillées sur les positions extérieures (créances et engagements) des banques déclarantes BRI (essentiellement de grandes banques internationales des économies avancées) vis-à-vis des secteurs bancaire et non bancaire en Afrique³. Les créances des banques déclarantes BRI (qui se composent essentiellement de prêts transfrontières consentis aux pays africains) sur l'ensemble des secteurs en Afrique ont doublé entre 2001 et 2010, avec un encours total proche de \$160 milliards au troisième trimestre 2010 (tableau 2). L'augmentation des prêts transfrontières a été particulièrement prononcée pour les pays africains en décollage.

Tableau 2

Positions extérieures des banques déclarantes BRI vis-à-vis de l'Afrique

En millions de dollars des États-Unis, encours

	2001	2007	2009	T3 2010
Créances				
Tous secteurs	76 058	144 310	153 302	156 948
Pays émergents	39 669	76 201	72 334	73 732
Pays en décollage	7 370	31 306	35 876	35 472
Pays en démarrage financier	29 019	36 803	45 092	47 744
Secteur bancaire	20 237	47 987	54 387	56 830
Pays émergents	16 137	33 280	35 528	36 336
Pays en décollage	1 799	10 513	11 151	11 309
Pays en démarrage financier	2 301	4 194	7 708	9 185
Secteur non bancaire	55 821	96 323	98 915	100 118
Pays émergents	23 532	42 921	36 806	37 396
Pays en décollage	5 571	20 793	24 725	24 163
Pays en démarrage financier	26 718	32 609	37 384	38 559
Engagements				
Tous secteurs	108 945	358 019	278 595	285 618
Pays émergents	52 466	136 494	93 570	92 279
Pays en décollage	21 862	90 089	67 002	69 327
Pays en démarrage financier	34 617	131 436	118 023	124 012

Source : BRI, statistiques bancaires territoriales.

³ Pour une analyse des déterminants des prêts bancaires transfrontières aux pays émergents à partir de ces données, voir Herrmann et Mihaljek (2010).

La majeure partie de la progression des prêts transfrontières à l'Afrique est intervenue entre 2001 et 2007. Depuis le début de la crise, on observe un repli des créances sur les pays émergents, une hausse modérée (environ 13 %) vis-à-vis des pays en décollage et un net rebond (30 %) pour les pays en démarrage financier (tableau 2).

Au troisième trimestre 2010, les deux tiers environ des créances transfrontières étaient détenus sur le secteur non bancaire (\$100 milliards), contre environ un tiers vis-à-vis des banques (\$57 milliards). Le secteur non bancaire inclut les sociétés privées non financières et financières, ainsi que le secteur public, y compris les banques centrales. En proportion du PIB, les pays en décollage ont reçu la plus grande part de l'encours des créances (30 % du PIB combiné de ces marchés, dont 20 % sont allés au secteur non bancaire).

Contrairement aux autres régions en développement du monde, les pays d'Afrique détenaient au total davantage de dépôts auprès des banques déclarantes BRI qu'ils n'ont reçu de prêts de celles-ci. Ainsi, au troisième trimestre 2010, le total des engagements des banques déclarantes BRI envers tous les secteurs en Afrique s'établissait à \$286 milliards, soit \$130 milliards de plus que le total des avoirs correspondants (tableau 2). Ce déséquilibre traduit le sous-développement des systèmes financiers africains en général, et des systèmes bancaires en particulier. Plus précisément, il indique que ce ne sont pas les banques locales qui assurent l'intermédiation pour une large partie des recettes des exportations africaines de pétrole et de matières premières. Ces recettes restent inutilisées, du point de vue africain, dans des banques étrangères qui en recyclent quelque 60 % sous forme de prêts transfrontières aux secteurs bancaire et non bancaire africains.

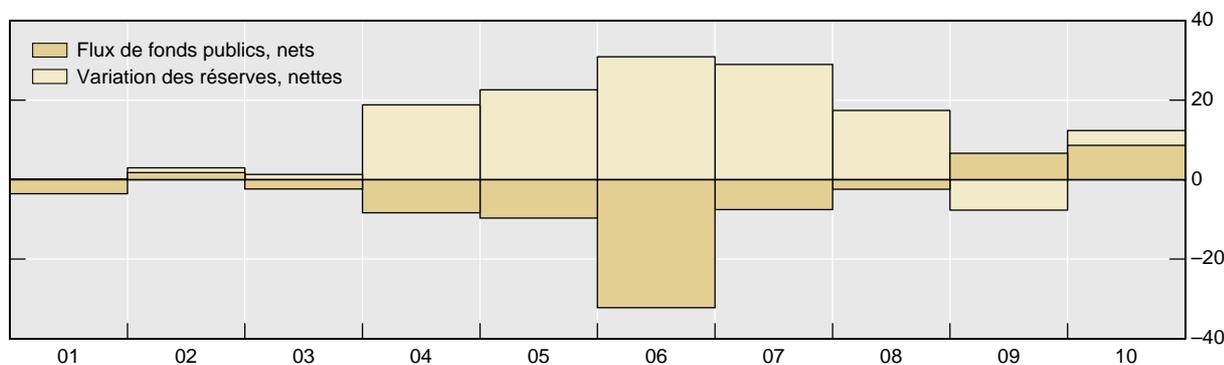
Enfin, il convient de noter que les flux de capitaux publics (aide bilatérale aux pays africains et prêts consentis par les institutions financières internationales) ont nettement perdu en importance sur la dernière décennie par rapport aux décennies passées. Comme le montre le graphique 5, les pays africains ont, pour l'essentiel, remboursé ces fonds jusqu'en 2008. Les remboursements ont été particulièrement volumineux en 2006. Depuis le début de la crise, les fonds publics recommencent à affluer vers le continent, mais les montants restent modestes (\$6–8 milliards par an) par comparaison avec les entrées de capitaux privés.

Sur la période 2004–2008, les banques centrales africaines ont par ailleurs accumulé des réserves de change relativement volumineuses, au rythme d'environ \$25 milliards par an en moyenne (graphique 5). En 2009, ces réserves se sont amenuisées car les banques centrales de nombreux pays ont injecté des liquidités en devises sur les marchés locaux afin de contrebalancer le retrait des capitaux privés étrangers. L'année dernière, les pays d'Afrique ont en partie reconstitué leurs réserves.

Graphique 5

Flux de fonds publics et variation des réserves en Afrique subsaharienne

En milliards de dollars des États-Unis



Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2010.

Quelques répercussions des entrées de capitaux

Les effets des flux de capitaux dépendent, dans une large mesure, des caractéristiques structurelles de l'économie récipiendaire. À cet égard, plusieurs spécificités des économies africaines retiennent l'attention.

Premièrement, le niveau de développement du marché financier influe fortement sur la composition et le volume des entrées de capitaux, ainsi que sur leur effet sur l'économie et les systèmes financiers locaux. Des marchés financiers développés et très liquides contribuent à réduire les risques induits par des entrées de capitaux volatiles. C'est par exemple ce qui se passe en Afrique du Sud, laquelle reçoit l'essentiel des investissements de portefeuille réalisés en Afrique. Dans ce pays, un cours de change flexible et une intermédiation financière très efficiente atténuent l'effet de la volatilité des flux de capitaux sur les marchés financiers et sur l'économie réelle. Dans la plupart des autres pays, le système financier est nettement moins développé, et il n'est donc pas surprenant que les entrées de capitaux se fassent principalement sous forme d'investissement direct étranger. À leur tour, les entrées d'IDE exercent une influence directe sur l'économie destinataire, par l'investissement et l'augmentation de la production, plutôt qu'indirectement *via* le système financier.

Deuxièmement, le degré de flexibilité des marchés des produits et du travail a une grande incidence sur les répercussions macroéconomiques des entrées de capitaux. Ainsi, en présence de rigidités telles qu'une pénurie de terrains à bâtir en milieu urbain et une pénurie de main-d'œuvre résultant d'une législation du travail restrictive, des entrées massives de capitaux pourraient exercer des pressions sur les prix des actifs et sur les salaires, et entraîner une production sous-optimale.

Enfin, les politiques budgétaire, monétaire et de change conditionnent elles aussi les répercussions macroéconomiques des entrées de capitaux. Pour respecter son objectif de cours de change, la banque centrale doit procéder à des interventions afin de neutraliser les effets des entrées ou des sorties de capitaux sur le cours de change. La stérilisation de l'effet de ces interventions n'est pas sans conséquences pour le bilan des établissements financiers locaux et de la banque centrale, ce qui a aussi une incidence sur l'économie *via* l'expansion du crédit.

D'un autre côté, respecter un objectif d'inflation et laisser le cours de change flotter librement affaiblit le lien entre les entrées de capitaux et les prix intérieurs, mais affecte l'allocation des ressources en faisant varier le prix relatif des biens entrant dans les échanges internationaux et celui des autres biens. De même, une politique budgétaire procyclique exacerbe les effets expansionnistes des entrées de capitaux ou les effets de contraction produits par les sorties. En revanche, une politique anticyclique atténuera ces effets.

Quel est le lien entre ces considérations et la situation économique de l'Afrique au cours de la dernière décennie ? Concernant les **effets** de la composition des entrées de capitaux **sur la production**, les pays d'Afrique ont été avantagés par le fait que l'essentiel des entrées ont revêtu la forme d'investissement direct étranger. L'IDE a apporté une contribution déterminante au financement de la formation brute de capital fixe sur le continent : entre 2006 et 2008, l'IDE a représenté en moyenne 32 % de la formation brute de capital fixe, mais bien davantage en Angola (165 %), en République démocratique du Congo (60 %), en Guinée (95 %) et au Nigéria (100 %).

Les statistiques relatives à l'IDE englobent les fusions et acquisitions d'entreprises déjà existantes, si bien qu'une expansion de l'IDE n'implique pas forcément une progression de la capacité productive. Cependant, la majeure partie de l'IDE en Afrique a financé des projets nouveaux, et donc permis une augmentation de la capacité productive, des transferts de technologie, ainsi que l'amélioration des procédures de gestion dans les entreprises. Pendant la période d'essor des entrées de capitaux, entre 2003 et 2007, le taux d'investissement en Afrique subsaharienne est passé de 17 à 21 % du PIB en moyenne. Bien que ce taux soit nettement inférieur à la moyenne pour l'ensemble des pays en

développement (28 % du PIB), et que la progression de 4 points de pourcentage sur quatre ans soit relativement modeste, l'Afrique subsaharienne a connu la plus forte hausse de la production potentielle parmi les régions en développement sur cette période (tableau 3). Cette augmentation est à porter, pour environ 80 %, au crédit d'un accroissement de l'intensité capitaliste, et pour le reste à une croissance de la productivité du travail et de la productivité totale des facteurs. De même, au Moyen-Orient et en Afrique du Nord, les deux tiers de la progression de la production potentielle peuvent être attribués à un accroissement de l'intensité capitaliste.

Tableau 3
Variation de la croissance de la production potentielle
 En points de pourcentage

	Variation de la croissance de la production potentielle ¹	Variation due à l'accroissement de l'intensité capitaliste
Pays en développement	1,5	0,6
Pays à revenu intermédiaire	1,5	0,6
Pays à faible revenu	1,3	0,8
Asie de l'Est et Pacifique (hors Chine)	0,4	-0,1
Chine	0,3	0,9
Asie du Sud	1,4	1,1
Europe et Asie centrale	0,8	0,6
Amérique latine et Caraïbes	0,3	0,1
Moyen-Orient et Afrique du Nord	0,8	0,5
Afrique subsaharienne	1,9	1,5

¹ Variation du taux de croissance de la production potentielle (2003–2007 comparé à 1995–2003).

Source : Banque mondiale (2010).

L'IDE a profité non seulement au secteur réel des économies africaines, mais aussi à leur secteur financier. En rapportant la proportion des banques détenues par des intérêts étrangers à l'actif total du système bancaire, les banques étrangères représentent près de 50 % de l'intermédiation financière en Afrique subsaharienne (tableau 4). Cette proportion, qui est la deuxième par ordre d'importance pour les pays en développement (et suit celle mesurée pour l'Europe et l'Asie centrale), est bien supérieure à 50 % dans de nombreux pays, étant donné que les banques étrangères sont relativement peu présentes en Afrique du Sud (pays financièrement le plus développé de la région).

Reflétant la présence accrue des établissements financiers étrangers, le **crédit bancaire local** au secteur privé en Afrique subsaharienne a progressé de près de 7 % du PIB, et de plus de 6 % du PIB dans la région Moyen-Orient et Afrique du Nord, entre 2000 et 2007 (tableau 4). Ce pourcentage est plus élevé que la moyenne pour les autres régions en développement. Toutefois, cette croissance du crédit au secteur privé en Afrique subsaharienne s'est appuyée sur la forte expansion en Afrique du Sud (12 % du PIB), où les banques détenues par des intérêts étrangers jouent un rôle limité.

Tableau 4

Banques étrangères et intermédiation financière locale

	Crédit bancaire privé, en % du PIB ¹			Part des actifs détenus par les banques étrangères	
	2000	2007	Variation	2001	2005
Pays en développement	29,3	34,8	5,5
Asie de l'Est et Pacifique	66,1	55,4	-10,7	13,0	11,1
Europe et Asie centrale	16,8	32,5	15,6	42,0	54,4
Amérique latine et Caraïbes	24,9	27,1	2,2	30,4	35,6
Moyen-Orient et Afrique du Nord	33,0	39,2	6,2	8,3	10,9
Asie du Sud	25,6	40,4	14,8	8,9	7,4
Afrique subsaharienne	34,8	41,6	6,8	46,2	49,5

¹ Moyenne simple.

Source : Banque mondiale (2010).

Cette présence accrue des établissements financiers étrangers a également eu pour conséquence de faire augmenter substantiellement les **flux bancaires transfrontières**, tant vers les banques que vers le secteur non bancaire de la région (tableau 2). Les études empiriques établissent en général une forte relation positive entre intermédiation financière et croissance (Levine et Zervos (1998)). On a, par ailleurs, démontré que le développement des marchés financiers peut faciliter les gains d'efficacité dans les secteurs productifs (Nourzad (2002)), ainsi qu'un recul de la pauvreté (Beck *et al.* (2007)). L'histoire récente de l'Afrique semblerait confirmer ces constats, et surtout l'importance du rôle joué par l'investissement étranger dans les établissements financiers locaux et l'intermédiation financière locale.

De manière générale, les **pressions sur les cours de change** associées aux entrées de capitaux spéculatifs ne constituent pas un facteur de risque primordial pour les pays d'Afrique. L'Afrique du Sud, qui a subi une forte appréciation de sa monnaie sous l'effet des entrées de capitaux spéculatifs, constitue toutefois une exception. L'appréciation du rand nuit au secteur manufacturier sud-africain, qui représente plus de 15 % de la valeur ajoutée économique.

L'appréciation du rand affecte aussi indirectement d'autres monnaies de pays d'Afrique australe qui font partie de la zone monétaire commune (regroupant l'Afrique du Sud, le Lesotho, la Namibie et le Swaziland) et qui sont rattachées au rand. Elle érode la compétitivité internationale et pourrait tasser la croissance et l'emploi dans ces pays. Pour les pays dont la monnaie n'est pas rattachée au rand, elle se traduit en revanche par de meilleures perspectives d'exportation vers le marché sud-africain. Des effets analogues se vérifient pour les autres pays africains dont la monnaie est arrimée à une autre devise : ainsi, les fluctuations de l'euro affectent la compétitivité extérieure des producteurs des pays membres de la zone CFA (Bénin, Burkina Faso, Cameroun, Côte d'Ivoire, Gabon, Guinée-Bissau, Guinée équatoriale, Mali, Niger, République centrafricaine, République du Congo, Sénégal, Tchad et Togo).

3. Cours des matières premières

L'envolée du cours des matières premières a favorisé des entrées d'IDE massives dans les industries extractives de nombreux pays africains. Ce renchérissement n'a pas les mêmes conséquences si le pays est importateur ou exportateur net, notamment.

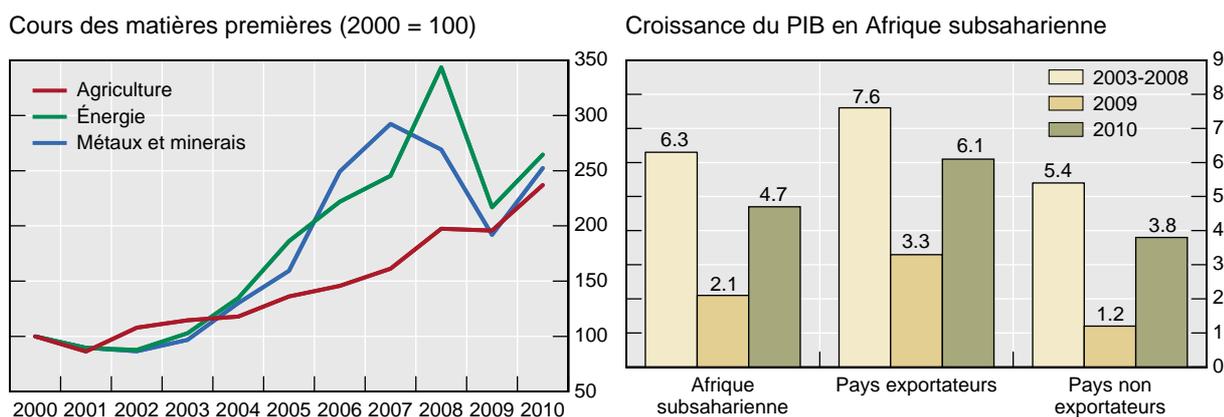
Dans le cas des exportateurs nets, ce renchérissement produit en général un effet expansionniste. Le choc positif qu'il entraîne sur les termes de l'échange stimule la croissance, le revenu réel et l'emploi. Dans le passé, les pressions exercées par la demande globale du fait d'une amélioration des termes de l'échange ont souvent provoqué des tensions inflationnistes. Cependant, les résultats se sont révélés un peu plus positifs ces dernières années. La plupart des pays africains ont réduit leur taux d'inflation en évitant de dépenser l'intégralité de la manne provenant de l'envolée des cours des matières premières. Une plus grande modération des dépenses ainsi que le recours plus systématique à divers fonds de stabilisation et fonds souverains ont contribué à ces efforts.

Pour les importateurs nets, cette évolution produit un effet analogue à celui d'une augmentation des impôts indirects, c'est-à-dire qu'elle comprime le revenu disponible et la demande intérieure *via* des effets de revenu et de substitution. Dans certains cas, l'alourdissement de la facture des importations énergétiques induit aussi une inflation due à la poussée des coûts, qui requiert une attention particulière de la part des pouvoirs publics.

Entre 2002 et 2008, les prix des denrées alimentaires ont doublé, ceux des métaux ont triplé et ceux de l'énergie ont quasiment quadruplé sur les marchés mondiaux (graphique 6, cadre de gauche). Sachant que les produits agricoles, les minerais et le pétrole brut constituent près de 80 % des exportations de l'Afrique, cette envolée a exercé un effet positif significatif sur le revenu et la croissance de nombre de ces pays. Ainsi, le taux de croissance du PIB pour les pays exportateurs de matières premières d'Afrique subsaharienne est ressorti en moyenne à 2¼ points de pourcentage de plus que celui des pays non exportateurs sur la période 2003–2008 (7,6 % contre 5,4 % ; graphique 6, cadre de droite).

Graphique 6

Cours des matières premières et croissance du PIB



Sources : Banque mondiale ; FMI ; Bloomberg.

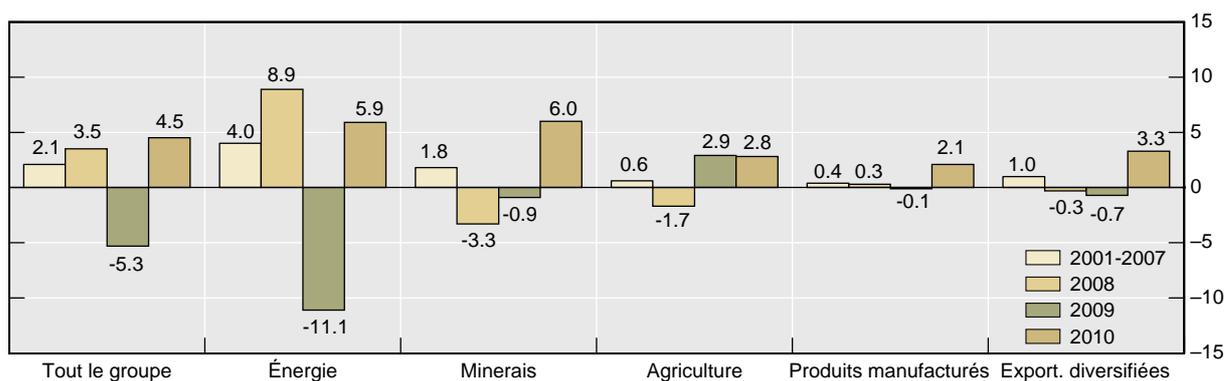
Le repli de la demande mondiale induit par le déclenchement de la crise, en 2008, a fortement comprimé les cours. Entre la mi-2008 et le début 2009, les cours de l'énergie en dollars ont perdu plus de 35 % et ceux des métaux ont cédé 30 %, tandis que les cours des matières premières agricoles restaient plus ou moins stables (graphique 6, cadre de gauche). Cette évolution a entraîné une baisse sensible du **taux de croissance moyen du PIB** des pays exportateurs, lequel est passé de 7,6 % avant la crise à 3,3 % en 2009. Ce

recul s'explique par le manque de diversification des exportations de nombreux pays exportateurs, ainsi que par la vive contraction sur les marchés des États-Unis et de l'UE, qui achètent les deux tiers des exportations africaines. Cependant, la progression régulière des cours des matières premières l'année dernière a redynamisé la croissance dans les pays exportateurs, laquelle est ressortie à plus de 6 % en moyenne en 2010, soit près de deux fois le taux de 2009. Il convient néanmoins de noter que les pays non exportateurs ont subi des variations de la production encore plus amples.

Les fortes fluctuations des cours des matières premières par rapport aux prix des produits manufacturés ont fortement influencé les termes de l'échange des principaux exportateurs et importateurs de matières premières. À leur tour, ces évolutions ont influé sur la **balance commerciale** et le **revenu national** de ces deux catégories de pays. Comme le montre le graphique 7, les pays africains tributaires des exportations de produits primaires ont subi des chocs commerciaux bien plus marqués que les pays aux exportations plus diversifiées ; pour les exportateurs de matières premières, les chocs sur la demande d'exportations et les termes de l'échange ont représenté entre +9 % du PIB en 2008 et -11 % en 2009⁴. En revanche, les pays exportant des biens manufacturés et ceux aux exportations diversifiées ont enregistré des variations bien plus modérées.

Graphique 7

Chocs commerciaux subis par les pays africains classés en fonction de la spécialisation de leurs exportations¹



Note : une économie est considérée comme diversifiée si aucune catégorie de produits ne représente plus de 40 % de ses exportations totales. Toute concentration dépassant les 40 % entraîne une classification dans les pays à exportations spécialisées. Le seuil est fixé à 50 % pour les produits manufacturés.

¹ Variations de la valeur en USD des échanges totaux de marchandises (exportations et importations), en pourcentage du PIB.

Source : Nations Unies (2011).

Les variations des termes de l'échange ont également largement influé sur les **recettes publiques**. Comme le montre le tableau A4 en annexe, dans les pays exportateurs de matières premières et de pétrole, les recettes publiques ont varié de 31–36 % du PIB en 2007–2008 à 24 % en 2009. Dans les autres pays africains exportateurs, les fluctuations des recettes publiques ont été bien moins amples pendant la crise.

⁴ Dans ce calcul, les chocs commerciaux englobent les chocs sur la demande d'exportations et sur les termes de l'échange. Les chocs sur la demande d'exportations reflètent les variations du volume des exportations, tandis que les chocs sur les termes de l'échange reflètent les hausses ou les baisses de revenu résultant de la variation des prix des exportations par rapport aux prix des importations.

Si des déficits budgétaires, et extérieurs, temporaires n'induisent pas de vulnérabilités majeures, des déséquilibres persistants appellent toutefois un resserrement de la politique budgétaire, ce qui n'est pas sans conséquences pour la croissance. Comme indiqué ci-dessus, de nombreux pays africains recourent également aux fonds de stabilisation pour contrer les effets néfastes à long terme de la volatilité des cours des matières premières.

L'alimentation et l'énergie pesant très lourd dans le panier de consommation de nombreux pays africains, la fluctuation de leurs cours a des répercussions non négligeables sur les **chiffres de l'inflation**. Ainsi, le choc des cours des matières premières a entraîné une forte hausse de l'inflation mesurée par l'IPC (indice des prix à la consommation), qui est passée de 6¾ % en 2007 à 11½ % en 2008 (tableau A5 en annexe). La dépréciation du cours de change a exacerbé les tensions intérieures sur les prix dans de nombreux pays pendant la crise.

Comment la politique monétaire doit-elle réagir aux variations des prix relatifs ? En théorie, la politique monétaire ne doit pas réagir aux variations qui sont jugées temporaires. En effet, dans une économie largement dépourvue de distorsions, les prix relatifs sont censés revenir à la configuration qui prévalait avant les perturbations temporaires. Cependant, si l'on estime que l'évolution des prix relatifs est de nature permanente, la politique monétaire doit faciliter l'ajustement qui permettra à l'économie de trouver un nouvel équilibre.

Étant donné qu'il est très difficile, dans la pratique, de savoir avec certitude si l'évolution des prix relatifs est temporaire ou permanente, les autorités se fient souvent à l'effet des variations des prix relatifs sur les anticipations d'inflation. Tant que ces anticipations sont bien ancrées et que l'inflation reste compatible avec l'objectif à moyen terme, les banques centrales s'abstiennent d'agir. Dans la pratique, en cas de hausse des prix des matières premières, l'un des grands enjeux de politique monétaire est donc d'éviter les effets de second tour, c'est-à-dire une répercussion de cette hausse sur les anticipations d'inflation et les salaires. Comme l'indique le document rédigé pour la présente réunion par Christensen (2011), encore faut-il que le pays dispose d'indicateurs fiables pour les anticipations d'inflation, ainsi que d'un mécanisme efficace de transmission de la politique monétaire.

4. Intervention sur le marché des changes

Dans les ÉcÉm, depuis quelques années, la politique monétaire s'attache de plus en plus à la stabilité du cours de change, et donc à l'intervention sur le marché des changes. C'est, d'une part, parce qu'on a constaté que les régimes de change flottants se caractérisaient souvent par une volatilité des cours réels plus forte que les régimes fixes (ce phénomène a été décrit par M. Mussa)⁵. Une telle stratégie peut tenir aussi aux évolutions observées pendant la crise financière mondiale, mais aussi à la conjoncture actuelle (effet de la volatilité des flux de capitaux sur les cours de change, faiblesse des taux d'intérêt au niveau mondial et retombées des variations de l'aversion pour le risque sur les marchés financiers mondiaux). Les banques centrales redoutent l'effet de la volatilité accrue des cours de change sur la stabilité macroéconomique et financière, ainsi que sur la compétitivité extérieure et l'allocation des ressources. Elles sont donc nombreuses à favoriser, davantage que par le passé, une stabilisation des cours de change.

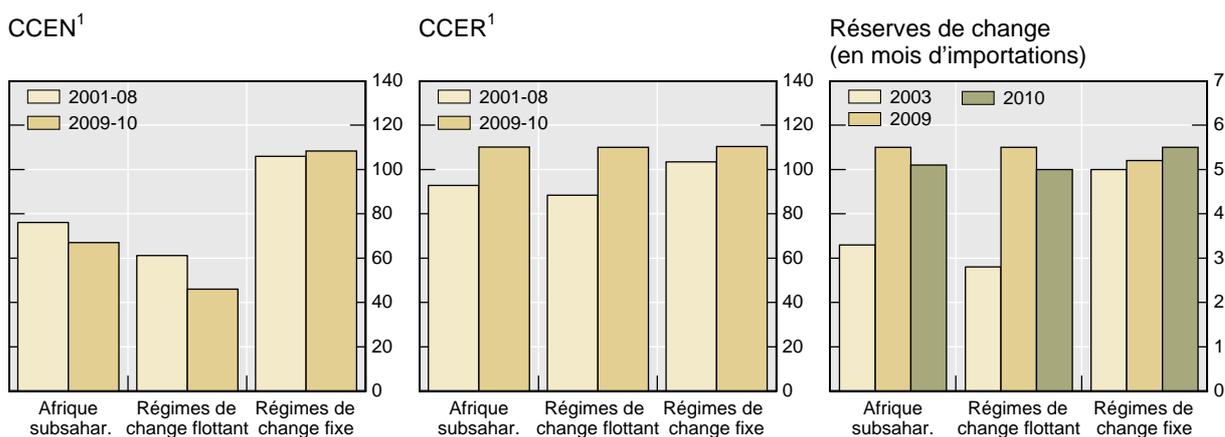
Comme dans beaucoup d'autres régions émergentes, la politique de change a tendance à être asymétrique en Afrique : en règle générale, elle s'efforce de prévenir une appréciation de la monnaie mais n'intervient pas en cas de dépréciation (FMI (2008)). Ainsi, entre 2001 et

⁵ Voir Filardo *et al.* (2011) pour une analyse des dilemmes concernant les interventions sur le marché des changes dans les ÉcÉm, et Mihaljek (2005) pour une étude de l'efficacité des interventions dans les ÉcÉm.

2008, les cours de change effectifs nominaux en Afrique subsaharienne ont perdu 25 % en moyenne par rapport à leur niveau de 2000, et encore 10 % en 2009–2010 (graphique 8, cadre de gauche). Ce recul est entièrement dû aux monnaies à régime de change flottant : avant la crise, elles ont cédé près de 40 % en moyenne par rapport à leur niveau de 2000, puis 15 % en 2009–10. En revanche, les monnaies des pays d'Afrique subsaharienne à régime de change fixe se sont raffermies de 6 % en termes effectifs nominaux avant la crise, et de 2 % après.

Graphique 8

Cours de change et accumulation de réserves



¹ Indices pondérés des échanges ; 2000 = 100. Moyenne simple des indices mensuels pour 15 pays d'Afrique subsaharienne à régime de change flottant ou fixe.

Sources : FMI, *Statistiques financières internationales* ; FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2010.

La poussée d'inflation à la suite du choc du cours des matières premières de 2008 s'est traduite par une appréciation réelle d'environ 25 % en moyenne dans les pays à régime de change flottant, contre 7 % dans les pays à régime fixe (graphique 8, cadre du milieu). On peut se demander si cette appréciation reflète une amélioration des termes de l'échange. Si tel est le cas, cela pourrait signifier que les cours de change d'équilibre se sont ajustés à des niveaux plus élevés.

Bien qu'une forte volatilité des cours de change réels puisse se révéler très préjudiciable pour les flux d'échanges et d'investissements, la politique monétaire n'est pas très efficace lorsqu'il s'agit d'influer sur les cours de change réels à moyen terme. En fait, certaines sources suggèrent que la politique budgétaire pourrait se révéler bien plus apte à régler les problèmes de compétitivité extérieure en Afrique (Elbadawi *et al.* (2007)). Il apparaît en outre que le ciblage du cours de change pourrait exacerber la volatilité des taux d'intérêt et de la production, avec, à la clé, une poussée de l'inflation (Calvo *et al.* (1995)). Par ailleurs, si la banque centrale se fixe pour objectif secondaire de lisser les cours de change, elle risque de semer la confusion dans l'esprit de la population, qui ne saura plus vraiment quel est l'objectif premier de la politique monétaire et qui en viendra à douter de la crédibilité de la banque centrale.

En résumé, dans les pays d'Afrique en développement, les entrées de capitaux mettent la politique monétaire face à des choix délicats. En théorie, il est justifié de relever les taux d'intérêt en présence de pressions à la hausse sur la monnaie, lorsque l'écart de production est positif et que les tensions inflationnistes sont fortes. Cependant, ce resserrement risque d'attirer des entrées de capitaux supplémentaires et d'alimenter ainsi l'envolée des prix des actifs locaux.

Des interventions stérilisées peuvent contribuer à remédier aux perturbations induites par les mouvements des cours de change dans de telles circonstances et à constituer des réserves de change permettant de parer aux effets d'une inversion soudaine des entrées de capitaux. Toutefois, une intervention prolongée sur le marché des changes implique des risques et des coûts substantiels, dont des coûts de stérilisation, des moins-values et une expansion du crédit local si la stérilisation est incomplète ou inefficace.

D'un autre côté, si une intervention non stérilisée peut alléger les pressions à l'appréciation du cours de change, le gonflement de la masse monétaire résultant de l'expansion des bilans du système bancaire risque de se traduire par une poussée de l'inflation. Dans un tel cas, une politique budgétaire contracyclique peut renforcer une politique monétaire visant à modérer une demande intérieure excessive. Cependant, une telle politique peut soulever des problèmes d'économie politique et de coordination difficiles à résoudre, même dans les économies avancées dotées d'un cadre institutionnel efficace, et plus encore dans les pays en développement pauvres dont les institutions sont moins solides.

5. Conclusion

Les entrées de capitaux et la volatilité des cours des matières premières posent des défis non négligeables aux pays en développement, et tout particulièrement aux autorités des pays d'Afrique, où, depuis quelques années, ces deux facteurs pèsent lourdement sur les indicateurs macroéconomiques (investissement en capital fixe, balance commerciale, expansion du crédit intérieur, recettes publiques, croissance du PIB) ainsi que sur les prix (inflation de l'IPC, termes de l'échange, cours de change). À ce stade, il importe de savoir quelle stratégie adopter, étant donné les incertitudes qui entourent l'évolution des cours des matières premières et des flux mondiaux de capitaux. Si l'effet de la volatilité des cours de change réels sur la stabilité macroéconomique et financière constitue une considération de premier plan dans le contexte africain, il est difficile de déterminer si, et dans quelle mesure, les banques centrales doivent intégrer la stabilité du change dans leur cadre de politique monétaire.

Annexe

Tableau A1

Entrées nettes de capitaux privés

En milliards de dollars des États-Unis, encours

	2001	2007	2009	2010
Total	4,9	43,8	57,9	79,1
Pays émergents	0,0	35,5	33,2	42,8
Pays en décollage	1,3	0,3	17,9	15,6
Pays en démarrage financier	3,7	7,9	6,8	20,7
Investissement direct étranger	23,3	60,2	51,6	52,3
Pays émergents	13,9	24,4	20,6	14,9
Pays en décollage	3,4	12,4	11,6	11,3
Pays en démarrage financier	6,0	23,5	19,4	26,1
Investissements de portefeuille	-8,9	9,7	-2,3	18,7
Pays émergents	-7,6	14,1	1,3	22,1
Pays en décollage	-0,2	-0,2	-0,4	0,0
Pays en démarrage financier	-1,1	-4,1	-3,3	-3,4
Autres investissements	-9,5	-26,2	8,7	8,1
Pays émergents	-6,3	-2,9	11,3	5,8
Pays en décollage	-1,9	-11,8	6,6	4,3
Pays en démarrage financier	-1,2	-11,4	-9,3	-2,0

Note : les totaux portent sur les 53 pays africains pour lesquels les données des *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI sont disponibles. La répartition des pays dans les sous-catégories (pays émergents, pays en décollage et pays en démarrage financier) est définie en page 2 du présent document.

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2010.

Tableau A2

Quelques conventions de financement de projets d'infrastructure conclues entre pays asiatiques et africains en 2010

Pays d'origine	Pays bénéficiaire	Valeur (en milliards de dollars)
Chine	Ghana	13,4
Corée	Ghana	1,5
Chine	République démocratique du Congo	6,0
Chine	Cameroun	0,7
Chine	Nigéria	0,9

Source : Banque mondiale (2011), sur la base de sources nationales et de Thomson Reuters.

Tableau A3

Entrées nettes d'investissements de portefeuille

En millions de dollars des États-Unis, moyenne annuelle pour 2000–2009

Afrique du Sud	4 567,4	Mali	1,6
Nigeria	707,0	Cap-Vert	0,9
Ouganda	45,4	Zambie	0,7
Maurice	13,6	Niger	0,7
Namibie	9,9	Sierra Leone	0,6
Togo	8,0	Bénin	0,4
Botswana	7,2	Mozambique	0,1
Swaziland	4,2	Burkina Faso	-0,1
Tanzanie	2,9	Tunisie	-0,9
Côte d'Ivoire	2,8	Cameroun	-3,0
Kenya	1,6	Sénégal	-13,2
		Égypte	-209,4

Source : Banque mondiale.

Tableau A4

Recettes publiques en Afrique subsaharienne¹

	2004–2008	2007	2008	2009
Total	26	26	28	23
Exportateurs de matières premières	32	31	34	24
Exportateurs de pétrole	34	31	36	24
Autres exportateurs	23	23	24	23

¹ Hors dons, en pourcentage du PIB.

Source : FMI.

Tableau A5

Inflation des prix à la consommation

Pays	2000–2006	2007	2008	2009	2010
Afrique du Sud	5,1	7,1	11,5	7,1	4,3
Algérie	2,3	3,6	4,9	5,7	4,3
Angola	109,2	12,2	12,5	13,7	14,5
Bénin	3,2	1,3	8,0	2,2	2,1
Botswana	8,5	7,1	12,6	8,1	7,0
Burkina Faso	2,5	-0,2	10,7	2,6	0,4
Burundi	9,6	8,3	24,4	10,7	6,4
Cameroun	2,5	1,1	5,3	3,0	1,3
Cap-Vert	1,1	4,4	6,8	1,0	2,1
Comores	4,2	4,5	4,8	4,8	2,7
Côte d'Ivoire	2,6	1,9	6,3	1,0	1,4
Djibouti	2,2	5,0	12,0	1,7	4,0
RD Congo	140,6	16,7	18,0	46,2	23,5
Égypte	4,6	11,0	11,7	16,2	11,7
Érythrée	18,1	9,3	19,9	33,0	12,7
Éthiopie	5,2	15,8	25,3	36,4	2,8
Gabon	0,7	5,0	5,3	1,9	0,6
Gambie	7,5	5,4	4,5	4,6	5,0
Ghana	19,6	10,7	16,5	19,3	10,7
Guinée	15,7	22,9	18,4	4,7	15,5
Guinée équatoriale	6,1	2,8	4,3	7,2	7,5
Guinée-Bissau	2,4	4,6	10,4	-1,6	1,1
Kenya	7,9	4,3	16,2	9,3	3,9
Lesotho	6,8	8,0	10,7	7,2	3,8
Libéria	8,5	13,7	17,5	7,4	7,3
Libye	-2,6	6,2	10,4	2,8	2,4
Madagascar	10,8	10,4	9,2	9,0	9,0
Malawi	17,8	8,0	8,8	8,7	6,9
Mali	1,9	1,5	9,1	2,2	1,2
Maroc	1,7	2,0	3,9	1,0	1,0
Maurice	5,5	8,6	9,7	2,5	2,9
Mauritanie	7,7	7,3	7,3	2,2	6,1
Mozambique	12,0	8,2	10,3	3,3	12,7
Namibie	6,9	6,7	10,4	8,8	4,5
Niger	2,3	0,1	10,5	1,1	0,9
Nigéria	13,4	5,4	11,6	12,5	13,7
Ouganda	4,8	6,8	7,3	14,2	9,4
République centrafricaine	3,0	0,9	9,3	3,5	1,5
République du Congo	2,4	2,6	6,0	4,3	5,0
Rwanda	6,7	9,1	15,4	10,3	2,3
São Tomé-et-Príncipe	13,2	18,5	26,1	17,0	14,4
Sénégal	1,5	5,9	5,8	-1,7	1,2
Seychelles	2,6	5,3	37,0	31,9	-2,4
Sierra Leone	5,9	11,7	14,8	9,2	17,8
Soudan	7,6	8,0	14,3	11,3	13,0
Swaziland	6,8	9,7	13,1	7,5	4,5
Tanzanie	4,7	6,3	8,4	11,8	10,5
Tchad	3,8	-7,4	8,3	10,1	1,0
Togo	2,5	0,9	8,7	1,9	3,2
Tunisie	2,9	3,4	4,9	3,5	4,4
Zambie	19,5	10,7	12,4	13,4	8,5
Zimbabwe				6,5	3,0
Moyenne	11,0	6,7	11,6	8,9	6,1

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2011.

Bibliographie

Banque des Règlements Internationaux (2008) : « Financial globalisation and emerging market capital flows », BIS Paper, n° 44, décembre, www.bis.org/publ/bppdf/bispap44.htm

Banque mondiale (2011) : *Global economic prospects: navigating strong currents*, Banque mondiale, Washington.

——— (2010) : *Global economic prospects: crisis, finance and growth*, Banque mondiale, Washington.

Beck, T., A. Demirguc-Kunt et M. S. Martinez-Peria (2007) : « Reaching out: access to and use of banking services across countries », *Journal of Financial Economics*, vol. 85, n° 1.

Calvo, G., C. Reinhart et C. Vegh (1995) : « Targeting the real exchange rate: theory and evidence », *Journal of Development Economics*, vol. 47.

Chauvin, S. et A. Geis (2011) : *Who has been affected, how and why? The spillover of the global financial crisis to sub-Saharan Africa*, BCE, Occasional Paper, n° 124, mars.

Christensen, B. (2011) : « Les mécanismes de transmission de la politique monétaire en Afrique ont-ils changé ? », dans le présent volume.

CNUCED (2010) : *World investment report, 2010: investing in a low-carbon economy*, Nations Unies, New York et Genève.

——— (2008) : *World investment report, 2008: transnational corporations and the infrastructure challenge*, Nations Unies, New York et Genève.

Comité sur le système financier mondial (CGFS) (2009) : *Capital flows and emerging market economies*, Bâle, BRI, janvier, www.bis.org/publ/cgfs33.htm

Elbadawi, I., L. Kaltani et R. Soto (2007) : *Real exchange rate misalignment in Sub-Saharan Africa: how serious? How dangerous?*, Banque mondiale, Washington (non publié).

Filardo, A., G. Ma et D. Mihaljek (2011) : « Exchange rates and monetary policy frameworks in emerging market economies », à paraître dans la série *BIS Papers*.

FMI (2008) : *Perspectives économiques régionales*, FMI, Washington (avril).

——— (2010a) : *Perspectives économiques régionales*, FMI, Washington (avril).

——— (2010b) : *Perspectives économiques régionales*, FMI, Washington (octobre).

Foster, V. et C. Briceño-Garmendia (2010) : *Africa's infrastructure: a time for transformation*, Banque mondiale, Washington.

Gu, J. (2009) : « China's private enterprises in Africa and the implications for African development », *European Journal of Development Research*, vol. 21.

Herrmann, S. et D. Mihaljek (2010) : « The determinants of cross-border bank flows to emerging markets: new empirical evidence on the spread of financial crises », *BIS Paper*, n° 315, juillet, www.bis.org/publ/work315.htm

Levine, R. et S. Zervos (1998) : « Stock markets, banks and economic growth », *American Economic Review*, vol. 88, n° 3.

McKinley, T. (2009) : « Meeting the macroeconomic challenges of LDCs », Document de référence pour le *Rapport 2009 sur les pays les moins avancés* de la CNUCED, CNUCED, Genève.

Mihaljek, D. (2005) : « Survey of central banks' views on effects of intervention », *BIS Paper*, n° 24, mai, BRI, Bâle, www.bis.org/publ/bppdf/bispap24.htm

Nourzad, F. (2002) : « Financial development and productive efficiency: a panel study of developed and developing countries », *Journal of Economics and Finance*, vol. 26, n° 2.

OCDE (2010) : *Répartition géographique des ressources financières allouées aux pays en développement : versements, engagements, indicateurs par pays, 2005–2009.*

Organisation des Nations unies (2011) : *Situation et perspectives de l'économie mondiale, 2011.*

Liste des participants

Banque des États de l'Afrique centrale (BEAC)	Lucas Abaga Nchama Gouverneur Salao Aboubakar Conseiller auprès du Gouverneur Jacques Nsole Directeur de la recherche et de la stabilité financière
Banque centrale des États d'Afrique de l'Ouest (BCEAO)	Mamadou Camara Secrétaire Général Toussaint Damoh Chef de la Division d'analyse monétaire
Banque de Réserve d'Afrique du Sud	Gill Marcus Gouverneure Rashad Cassim Chef de la recherche Hlengani Mathebula Chef, Stratégie et communication
Banque nationale d'Angola	José de Lima Massano Gouverneur
Banque du Botswana	Oduetse Andrew Motshidisi Gouverneur Adjoint Kealeboga Masalila Directeur de la recherche
Banque centrale du Brésil	Alexandre Antonio Tombini Gouverneur Otavio Damaso Conseiller économique auprès du Gouverneur et Chef du bureau du Gouverneur
Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale	Janet L. Yellen Vice-Présidente
Banque de France	Christian Noyer Gouverneur, Président du Conseil d'administration de la BRI
Banque du Ghana	Kwesi Bekoe Amissah-Arthur Gouverneur
Banque centrale d'Irlande	Patrick Honohan Gouverneur
Banque du Japon	Masaaki Shirakawa Gouverneur, Vice-Président du Conseil d'administration de la BRI
Banque centrale du Lesotho	Retselisitsoe Adelaide Matlanyane Première Gouverneure Adjointe et Gouverneure par intérim
Banque du Maroc	Abdellatif Faouzi Directeur Général

Banque centrale de Maurice	Rundheersing Bheenick Gouverneur Vinoda Soyjaudah Cheffe, Unité de stabilité financière
Banque du Mozambique	António Pinto de Abreu Gouverneur Adjoint
Banque centrale du Nigéria	Kingsley Moghalu Gouverneur Adjoint, Stabilité du système financier Chibuzo Efobi Assistant spécial auprès du Gouverneur Adjoint
Banque de l'Ouganda	David Asiimwe Kihangire Directeur exécutif, Recherche et orientation des politiques
Banque centrale des Seychelles	Pierre Laporte Gouverneur Naadir Hassan Directeur, Division de la supervision des services financiers
Banque centrale du Swaziland	Martin G. Dlamini Gouverneur
	Muhammad Yunus Lauréat du prix Nobel de la paix 2006 et auteur de « Banker to the Poor – Microlending and the Battle Against World Poverty »
Banque des Règlements Internationaux	Jaime Caruana Directeur Général Hervé Hannoun Directeur Général Adjoint Peter Dittus Secrétaire Général Stephen Cecchetti Conseiller économique, Chef du Département monétaire et économique Günter Pleines Chef du Département bancaire Josef Tošovský Président, Institut pour la stabilité financière Philip Turner Chef Adjoint du Département monétaire et économique Louis de Montpellier Chef Adjoint du Département bancaire Karl Cordewener Secrétaire Général Adjoint Comité de Bâle sur le contrôle bancaire Dubravko Mihaljek Chef, Marchés émergents Serge Jeanneau Économiste principal, Études sur les banques centrales Jean Stockreisser Chargé de relations, Services banques centrales