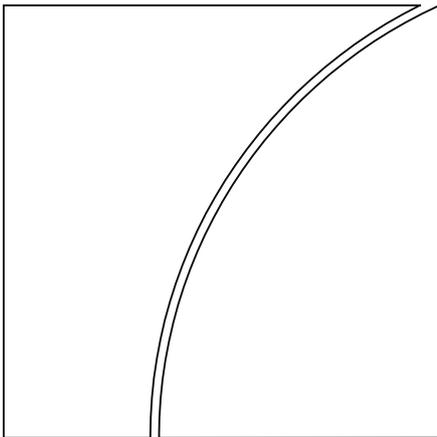


BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX



BIS Papers

n° 76

Le rôle des banques centrales dans la stabilité macroéconomique et financière

M S Mohanty

Département monétaire et économique

Février 2014

Les opinions exprimées dans cette publication sont celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement le point de vue de la BRI.

La présente publication est disponible sur le site BRI (www.bis.org).

© *Banque des Règlements Internationaux 2014. Tous droits réservés. De courts extraits peuvent être reproduits ou traduits sous réserve que la source en soit citée.*

ISSN 1609-0381 (version imprimée)

ISBN : 92-9131-973-2 (version imprimée)

ISSN 1682-7651 (en ligne)

ISBN : 92-9197-973-2 (en ligne)

Sommaire

Le rôle des banques centrales dans la stabilité macroéconomique et financière Jaime Caruana	1
Discours de Paul Collier	7
Intégration financière en Afrique : implications pour la politique monétaire et la stabilité financière Benedicte Vibe Christensen	11
Émissions de dette publique : questions pouvant intéresser les banques centrales Stephen Vajs.....	31
Objectifs et dispositifs de stabilité financière : dernières évolutions Serge Jeanneau	51
Politiques macroprudentielles, cours des produits de base et entrées de capitaux Paul Masson	65
Émission de dette publique et banques centrales – l’expérience du Kenya Banque centrale du Kenya	83
Expansion des banques nigérianes : a-t-elle permis d’améliorer les cadres réglementaire et prudentiel du continent ? Sarah O. Alade	89
Liste des participants	105

Le rôle des banques centrales dans la stabilité macroéconomique et financière

Jaime Caruana

Introduction

L'intégration croissante de l'Afrique dans le système financier mondial entraîne des évolutions au sein des banques centrales du continent. Quatre grands défis ont été analysés lors de cette réunion.

1. La récente expansion des **activités bancaires panafricaines** est à l'origine d'une nouvelle vague d'intégration financière qui, si elle apporte de multiples bénéfices à la région, pose aussi, pour les banques centrales et les autorités de contrôle, de nouveaux défis en matière de surveillance et de gestion des risques.
2. Les banques centrales jouent un rôle clé dans le **développement des marchés obligataires locaux**. L'expansion des marchés obligataires en monnaie locale est essentielle au développement financier de l'Afrique et à sa résilience aux chocs. Les politiques budgétaires et de gestion de la dette ne doivent pas nuire à l'efficacité de la politique monétaire ; une bonne politique macroéconomique requiert des mécanismes de coordination appropriés, qui évitent les conflits d'intérêts.
3. **Les dispositifs de stabilité financière** doivent être renforcés. Les banques centrales doivent avoir leur mot à dire dans la politique de stabilité financière, laquelle est étroitement liée à la politique monétaire. La banque centrale est naturellement l'institution officielle la plus proche des marchés financiers. Cependant, elle partage presque toujours la responsabilité de la stabilité financière avec d'autres organes. Quelles que soient les modalités de ce partage, qui diffèrent d'un pays à l'autre, les autorités de contrôle ont besoin d'indépendance et de pouvoirs suffisants pour prendre des mesures rapides et impartiales.
4. La période prolongée durant laquelle les produits de base affichaient des cours supérieurs à la moyenne, qui s'est souvent accompagnée d'entrées massives de capitaux, a certes dopé la croissance, mais pourrait aussi avoir vu naître des risques pour la stabilité financière. Dans ce contexte, une **approche macroprudentielle** de l'élaboration des politiques – qui s'efforce d'appréhender dans leur globalité ces mouvements longs des cours des produits de base – peut aider à s'attaquer aux risques systémiques potentiels.

Cette réunion a permis aux banques centrales de différents continents de comparer leurs expériences face à ces défis, sachant toutefois que chaque contexte national a ses spécificités. Paul Collier a invité les décideurs politiques africains à se concentrer sur les problèmes propres au continent et à tenir compte de leur situation particulière. Ils doivent, a-t-il dit, moderniser le système financier pour développer les opportunités d'investissement et de croissance, et créer de solides

institutions et des règles robustes afin de gérer au mieux les ressources naturelles de l'Afrique.

1. Intégration financière en Afrique : implications pour la politique monétaire et la stabilité financière

Les flux de capitaux à destination de l'Afrique ont augmenté ces cinq dernières années sous l'effet conjugué de conditions monétaires mondiales accommodantes et de l'amélioration des performances macroéconomiques du continent. Tandis que les banques des économies avancées se délestaient d'actifs et de risques, les banques domiciliées dans de grandes économies émergentes, comme le Brésil, la Chine et l'Inde, ont pris une plus forte part de ces flux. Une autre évolution notable, amplement commentée dans l'étude de Benedicte Christensen présentée dans ce volume, est l'expansion de groupes bancaires panafricains (groupes domiciliés en Afrique et possédant des filiales dans plusieurs pays du continent). Ces groupes apportent généralement de l'expertise et plus de concurrence au pays d'accueil, ce qui améliore le fonctionnement du marché interbancaire et du marché des changes, et développe l'accès aux services bancaires. Cependant, les autorités de contrôle des pays d'accueil sont bien conscientes des nouveaux risques que les activités mondiales de ces groupes bancaires peuvent poser pour la stabilité financière. Pour gérer ces risques et les surveiller, il faut améliorer le cadre de réglementation et de surveillance, et disposer d'informations plus à jour sur l'état de santé des banques étrangères. Les autorités de contrôle du pays d'accueil doivent aussi élaborer des plans d'urgence transfrontières appropriés pour pourvoir à la liquidation ordonnée d'établissements non viables ou en faillite. La question de l'aléa moral doit être soigneusement prise en compte dans la conception de l'assistance du prêteur en dernier ressort aux banques panafricaines.

L'étude de Sarah Alade, Vice-Gouverneure de la Banque centrale du Nigeria, relève les difficultés du point de vue du pays d'origine. La vive croissance des activités des banques nigérianes en Afrique a conduit la banque centrale à introduire un nouveau système de réglementation et de surveillance. Madame Alade souligne deux aspects fondamentaux de la surveillance : d'une part, toutes les banques étrangères devraient y être soumises et, d'autre part, cette surveillance devrait être conforme aux normes internationales. En outre, il est impératif qu'un contrôle consolidé soit exercé sur l'ensemble des activités étrangères des banques nationales. Elle note qu'au Nigeria, toutes les banques – nationales et étrangères – sont traitées sur un pied d'égalité et font l'objet des mêmes règles de contrôle, en vertu d'un cadre prudentiel uniforme. En cas de crise de liquidité, la banque centrale est le prêteur en dernier ressort de tous les établissements qui ont des activités au Nigeria.

S'agissant de l'intégration financière intrarégionale, les échanges ont fait apparaître une certaine prudence à l'égard d'une intégration financière accrue : si bénéfique soit-elle pour l'Afrique, elle ne doit pas avoir pour objectif d'instaurer une monnaie unique ou une union monétaire. L'expérience des unions monétaires en place en Afrique montre que pour être pérennes, elles requièrent une stricte discipline budgétaire et une union bancaire. Tels sont les éléments qui différencient, par exemple, les unions monétaires de l'Afrique centrale et de l'Afrique de l'Ouest de la zone euro.

De nombreuses banques centrales africaines ont évoqué les difficultés posées par les banques internationales en termes de contrôle. Il est indispensable que les autorités de contrôle partagent leurs informations. Bien souvent, le pays d'origine et le pays d'accueil ont signé un protocole d'accord aux fins d'un contrôle consolidé, mais l'efficacité de ces accords en période de tensions reste à prouver. Certains participants ont plaidé pour l'instauration de dispositifs de résolution des crises transfrontières, d'autres prédisent qu'en raison de leur taille et des participations croisées, les grandes banques panafricaines pourraient devenir une menace pour la stabilité financière. En situation de crise, la banque centrale du pays d'accueil pourrait être contrainte d'agir en tant que prêteur en dernier ressort.

2. Émissions de dette publique et banques centrales

Les marchés obligataires nationaux soutiennent l'économie et le système financier de plusieurs façons. Les obligations souveraines servent de référence en matière de rendements et offrent des sûretés de qualité pour les transactions financières. On observe d'ailleurs que, dans de nombreuses économies émergentes, y compris en Afrique, une plus grande profondeur du marché obligataire est généralement associée à une meilleure performance et à une plus grande stabilité du système financier.

L'analyse de Stephen Vajs présentée dans ce volume montre qu'en Afrique les marchés obligataires naissants et en forte expansion concourent à des émissions obligataires à longue échéance et à une plus grande participation étrangère. Les progrès accomplis sur le plan de la stabilité macroéconomique ont contribué à cette évolution : le niveau bas et stable de l'inflation a stimulé l'appétit des investisseurs pour les actifs à revenu fixe et l'influence accrue du marché sur les taux d'intérêt a réduit la fragmentation. De plus, de nombreuses banques centrales ont joué un rôle important dans le développement de l'infrastructure de marché nécessaire.

L'expérience du Kenya, résumée dans l'article du Gouverneur Njuguna Ndung'u présenté dans ce volume, en est un excellent exemple. Le Kenya a élaboré une stratégie de gestion de la dette à moyen terme (*Medium-Term Debt Strategy*, MTDS) qui lie formellement la gestion de la dette au cadre budgétaire à moyen terme de l'État. Cette stratégie sensibilise l'opinion publique à la viabilité budgétaire, améliore les relations avec les investisseurs et dynamise le marché de la dette. Par ailleurs, la banque centrale a créé un forum des acteurs de premier plan du marché (*Market Leaders' Forum*), qui favorise le développement du marché de la dette.

Un certain nombre d'obstacles au développement de marchés obligataires liquides ont été évoqués lors des échanges. De nombreux participants ont observé que le sous-développement du système bancaire en Afrique limite fortement la capacité d'absorption de nouvelles émissions par les marchés locaux. Il est arrivé que la banque centrale doive agir en qualité de teneur de marché en achetant les titres non souscrits. De plus, le manque de concurrence au sein du système bancaire (et le danger de collusion entre une poignée de banques) compromet la découverte des prix sur le marché obligataire, ce qui réduit l'utilité de la courbe des rendements dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Enfin, les émissions souveraines peuvent avoir un effet d'éviction à l'égard des concours, tout à fait indispensables, au secteur privé, car les banques préfèrent généralement détenir les obligations souveraines, dont le risque est plus faible, jusqu'à l'échéance.

La coordination entre la gestion de la dette et la politique monétaire est une autre question importante. La première mission des gestionnaires de la dette est de maintenir les charges d'intérêt et les risques de financement de l'État au plus bas. Mais leurs décisions sur le volume et l'échéance de la dette ont de profondes implications pour la courbe des rendements et les conditions monétaires. La coordination entre la banque centrale et le gouvernement est donc essentielle si l'on veut que la politique monétaire soit transmise efficacement, et la stabilité financière, préservée. Pour Stephen Vajs, les banques centrales doivent veiller de très près à ce que la structure de la dette publique (monnaie et structure par échéance) n'engendre aucune autre vulnérabilité financière. Et la gestion publique de la trésorerie doit être cohérente avec la gestion globale de la liquidité par la banque centrale.

Les échanges ont révélé que de nombreux pays d'Afrique font d'importants efforts de coordination avec le gouvernement au plan des montants, des échéances et des méthodes d'émission, et de l'allocation des coûts. Pour être viables, les marchés obligataires nationaux ont besoin d'un cadre de politique monétaire crédible. Les gouvernements doivent les aider en éliminant les obstacles institutionnels et infrastructurels au développement des marchés.

3. Objectifs et dispositifs de stabilité financière – dernières évolutions

La crise financière a donné un nouvel élan aux politiques visant à renforcer la stabilité financière. En raison de la qualité de leur gouvernance et de leur crédibilité, les banques centrales ont souvent été chargées de cette mission ; comment doivent-elles s'en acquitter ? En Afrique, l'intégration, par les banques centrales, de la réglementation microprudentielle et macroprudentielle avec la politique monétaire est encore à ses débuts. La coordination de ces nouvelles activités en matière de stabilité financière n'est pas sans poser des difficultés institutionnelles. L'article de Serge Jeanneau résume les travaux récents sur cette question importante. Les différences entre les cadres d'analyse des activités traditionnelles des banques centrales (comme la politique monétaire ou les systèmes de paiement) et ceux que nécessitent les travaux en matière de stabilité financière sont un problème, et sont accentuées par les talents différenciés qu'attirent ces deux champs d'activité. Pourtant, il sera vital d'harmoniser ces cultures et d'établir une interface entre les macroéconomistes et les experts de la stabilité financière : comme l'a expliqué un participant d'une économie avancée, un échange d'informations plus efficace avant la crise financière aurait permis de déceler les tensions financières croissantes bien plus tôt.

De nombreuses banques centrales ont constitué des comités de stabilité financière qui réunissent les principales parties prenantes. Ces comités semblent faciliter l'accès aux informations décentralisées dont le travail de stabilité financière a besoin. En outre, la plupart des participants ont estimé que les coûts budgétaires potentiels des mécanismes de résolution imposent la présence du ministère des Finances au sein de ces comités.

Cependant, l'implication de ce ministère soulève plusieurs questions. Certains participants pensent, en effet, que la participation de responsables politiques aux travaux en matière de stabilité financière peut favoriser l'inaction : les responsables

politiques pourraient en principe répondre énergiquement à une crise réelle, mais ne pas obtenir d'accord sur les mesures de prévention des crises. Les banques centrales pourraient être mieux placées pour mener des politiques contracycliques. Un participant a suggéré qu'une solution serait qu'elles jouent un rôle plus important avant la crise (pour limiter l'accumulation de vulnérabilités) et que le ministère des Finances prenne le relais pendant la crise (en gérant les coûts budgétaires de la résolution).

Plusieurs banques centrales ont également commencé à produire des rapports sur la stabilité financière. L'organisation de ce travail, l'acquisition du capital humain et des données confidentielles nécessaires, ainsi que l'intégration de ces activités à la structure de la banque centrale ont demandé du temps et des efforts à la plupart des banques centrales africaines. D'autre part, alors que le ciblage de l'inflation a établi un critère clair pour mesurer l'efficacité de la banque centrale, il est plus difficile de définir les objectifs en matière de stabilité financière et de suivre les performances par rapport à ces objectifs.

L'extension des responsabilités des banques centrales n'est pas sans risques. Leur mission supplémentaire en matière de stabilité financière reflète leur meilleure crédibilité auprès du public et peut améliorer leur politique monétaire. Mais des objectifs trop nombreux ou irréalistes peuvent à terme nuire à la crédibilité qu'elles ont acquise au prix de beaucoup d'efforts.

Les participants ont convenu qu'il n'y a pas d'approche unique de la stabilité financière. La décision de confier le contrôle bancaire aux banques centrales ou non est en partie politique. Cependant, de nombreux participants ont relevé que, malgré la diversité des dispositifs formels, l'opinion publique tend à rendre les banques centrales responsables de la stabilité financière, indépendamment de leur mandat officiel.

4. Politiques macroprudentielles, cours des produits de base et entrées de capitaux

La dernière session a examiné comment incorporer une approche macroprudentielle dans les politiques en Afrique. De nombreux pays africains sont confrontés à d'amples variations des cours des produits de base et des flux de capitaux (les seconds suivant souvent les premiers). Les politiques budgétaires et monétaires contracycliques habituelles peuvent ne pas suffire à régler les conséquences systémiques. L'article de Paul Masson explique que les politiques macroprudentielles visant à modérer les fluctuations excessives de la croissance du crédit peuvent jouer un utile rôle de stabilisateur.

Les interventions sur le marché des changes ont également été évoquées. De nombreuses banques centrales ont constaté que les taux de change peuvent fortement s'écarter des limites que les fondamentaux sembleraient justifier. Il arrive qu'une dépréciation excessive crée un choc d'inflation ou qu'une appréciation excessive menace d'étrangler les secteurs des biens exportables qui ne dépendent pas des produits de base. Une correction brutale d'une monnaie fortement surévaluée ou sous-évaluée menace la stabilité financière. En même temps, une intervention prolongée a des coûts élevés pour la banque centrale, surtout pendant une longue période de renchérissement des produits de base et d'importantes entrées de capitaux. D'une part, acheter des devises pendant des années pour

résister à l'appréciation a d'importants coûts de portage (car les obligations locales ont un taux d'intérêt supérieur aux réserves) et fait courir le risque de pertes en capital, ce qui peut exposer la banque centrale à des critiques politiques ; d'autre part, le gonflement du bilan de la banque centrale qui résulte de ces interventions peut compromettre le contrôle qu'elle doit exercer sur les conditions monétaires nationales.

En conclusion, les banques centrales d'Afrique ont fait d'importants efforts ces dix dernières années pour moderniser leurs systèmes monétaires et financiers, ce qui les a rendus plus résilients. La poursuite de l'intégration des économies africaines dans l'économie mondiale posera de nouvelles difficultés. J'espère que la table ronde des gouverneurs de la BRI a éclairé certains de ces nouveaux défis à relever pour assurer la surveillance et la régulation du système financier, et préserver les baisses d'inflation acquises de haute lutte.

Discours de Paul Collier

Je voudrais d'abord rendre hommage à Andrew Crockett et au travail qu'il a accompli lorsqu'il était Directeur Général de la BRI. J'ai assisté à la réunion organisée à sa mémoire, où a été rappelé le rôle déterminant que fut le sien, lui, qui a ouvert la porte de cette institution aux économies émergentes. Je sais que cet objectif lui tenait profondément à cœur. Parmi ses innombrables réalisations, il faut d'ailleurs citer cette table ronde, qui se réunit chaque année pour traiter des questions intéressantes plus particulièrement les économies africaines.

L'Afrique a des caractéristiques spécifiques et des défis qui lui sont propres : ces différences appellent des solutions distinctes. Il ne faudrait pas que les décideurs africains se contentent de suivre sans discernement les approches préconisées, au plan mondial, en matière monétaire. Elles ne sont pas toujours adaptées. De toute évidence, avant 2007, elles ne convenaient pas aux pays qui ont été frappés par la crise financière ; aujourd'hui, elles sont reprises dans des pays africains qui n'ont pas eu à subir la même crise. Les banques centrales africaines devront donc entreprendre un important travail de mise au point.

Autre particularité : les banques centrales africaines sont une source d'information économique bien plus importante que leurs homologues sur d'autres continents. Au Royaume-Uni, par exemple, la Banque d'Angleterre n'est que l'une des sources d'information économique, parmi d'autres, qui font également autorité. À cet égard, la place relativement plus éminente des banques centrales en Afrique confère à leur communication un poids d'autant plus important. Renforcer les capacités dans ce domaine est donc crucial. Dans une démocratie, en effet, la banque centrale doit constituer une masse critique de citoyens informés. Ainsi, la Banque d'Angleterre publie-t-elle régulièrement un rapport sur l'inflation et le procès-verbal de ses réunions de politique monétaire. Ce n'est qu'un exemple des multiples actions qu'elle mène pour mieux informer la population et le gouvernement. J'invite donc instamment les banques centrales d'Afrique à reconnaître cette responsabilité particulière qui est la leur.

Je voudrais maintenant dire quelques mots de ce que nous réserve la prochaine décennie. Je sais bien qu'il ne faut jamais écouter les prévisions des économistes, mais je vais pourtant faire deux prévisions. La première est que les années 2010 seront des années de croissance pour l'Afrique. Les ressources découvertes au cours des dix dernières années vont être mises en exploitation – le gaz, au Mozambique et en Tanzanie, et le pétrole, au Kenya et en Ouganda. La croissance va connaître une accélération sur tout le continent et cela aura d'importantes implications pour le secteur financier. En effet, une économie qui stagne n'a pas besoin de secteur financier, car les entreprises peuvent s'autofinancer sur leurs bénéfices non distribués, mais dès que l'économie croît, elles ont besoin de financements. Elles ont besoin d'un fonds de roulement plus conséquent, parce que le chiffre d'affaires de l'année précédente ne paiera pas les intrants de l'année qui suit, et elles ont besoin d'investir. Ce sont donc des pans entiers de l'activité financière qui manquent dans une économie qui sort d'une longue stagnation. Le secteur financier doit se développer bien plus vite que l'économie, car il doit y tenir une plus grande place. Il faut donc préparer ce développement.

Financer les nombreux investissements de petites et moyennes entreprises comporte des risques. L'Afrique aura donc besoin d'acteurs financiers rompus aux

investissements de capital-risque. Paradoxalement, c'est en Grande Bretagne et aux États-Unis, où les besoins sont faibles, que le secteur du capital-risque est le plus développé, alors qu'il est encore très modeste en Afrique. Les banques commerciales n'ayant ni les compétences ni l'appétit pour ce type de prêts risqués, il est important que les banques centrales africaines s'efforcent de développer ce secteur.

Les entreprises et les ménages voudront investir davantage. Le logement est l'investissement privilégié des ménages. Or le crédit immobilier est encore embryonnaire en Afrique, il ne concerne que 3 % de la population environ. Ce faible taux tient, en partie, au fait que les banques centrales n'ont pas parfaitement maîtrisé l'inflation. Il faudra donc, sans doute, que l'Afrique apprenne à vivre avec 8 à 12 % d'inflation. De tels taux ne posent aucun problème pour une économie, mais ils sont désastreux pour le marché du crédit immobilier, car ils obligent à raccourcir la durée d'amortissement des prêts. Les banques centrales pourraient donc réfléchir aux moyens de composer avec ce problème. Si l'inflation doit fluctuer autour de 10 % pendant un certain temps, pourquoi ne pas instituer des prêts immobiliers indexés ? À ma connaissance, le Ghana est le seul pays d'Afrique qui pratique ce système. Quatre-vingts pour cent des prêts immobiliers octroyés par les sociétés de crédit immobilier ghanéennes avec lesquelles je me suis entretenu sont indexés ; c'est ce système d'indexation qui a permis le développement du crédit immobilier au Ghana. Ce n'est qu'un des moyens que l'Afrique pourrait envisager pour composer avec une inflation modérée, de préférence à la fixation d'un objectif d'inflation de 2 %, qui est une norme dans les économies avancées.

Ma seconde prévision est que l'Afrique sera probablement confrontée à une plus forte volatilité de l'économie parce qu'elle sera plus dépendante de ses exportations de ressources naturelles. Les prix de ces exportations seront un peu inférieurs aux niveaux grisants qu'ils ont atteints lors du pic du super cycle, de sorte que les rentes tirées de ces exportations baisseront bien plus que les prix réels de ces ressources. Les fluctuations de prix engendreront de plus fortes fluctuations des rentes, qui constituent les recettes de l'État. Face à la volatilité des recettes publiques, il faut des institutions qui lissent la dépense publique. L'agent qui doit s'en charger est la banque centrale ; elle doit conseiller sur les règles à instaurer et gérer effectivement le processus au moyen d'un fonds de stabilisation, ou de meilleures opérations de couverture. Là encore, le Ghana s'est distingué, car il a réussi à couvrir la volatilité de ses recettes en calant, pour partie, le budget sur les prix des produits de base.

Je voudrais maintenant passer en revue quelques idées reçues. La première est l'objectif d'inflation. Fixer un objectif d'inflation présente de nombreux avantages, mais aussi quelques inconvénients. D'ailleurs, dans l'ensemble, les banques centrales ne considèrent plus que l'objectif d'inflation est la seule mesure à prendre. Pour un pays africain type, le taux de change réel compte autant que le taux d'inflation et, à l'intérieur de celui-ci, on ne sait pas très bien ce que les banques centrales doivent cibler. Si elles écartent les produits alimentaires et les carburants parce qu'ils sont volatils, elles perdent ce qui compte pour la population ordinaire, elles fixent un objectif auquel celle-ci s'intéresse peu.

Il en va de même des bulles d'actifs. Je crains que l'Afrique ne soit pas à l'abri de ces phénomènes et que les banques centrales de ce continent soient confrontées à des bulles plus nombreuses dans les dix prochaines années. Je me souviens que, lors d'un séminaire à la Banque d'Angleterre, ayant posé une question sur les bulles d'actifs, il m'a été répondu : « On ne peut jamais savoir quand elles se

forment ; on n'en tient donc pas compte. ». Ce genre de remarque n'a plus cours. Voilà une idée reçue qui s'était imposée comme une idéologie dominante. Vous ne pouvez pas vous permettre de laisser l'enthousiasme fluctuant des investisseurs étrangers provoquer des flux et des reflux des capitaux en Afrique et faire éclater les bulles immobilières tout le temps. Il faut trouver un moyen de modérer l'exubérance.

L'autre idée reçue que nous avons déjà évoquée a trait à l'union monétaire. À mon avis, cet objectif idéaliste se heurte au problème pratique de la réalisation de l'intégration économique. Les banques centrales ont une grande capacité d'action dans ce domaine. Les pays africains pourraient envisager de détenir mutuellement leurs instruments monétaires respectifs. Nous avons parlé, cet après-midi, des instruments monétaires émis par les banques centrales et de la nécessité de marchés obligataires plus profonds. Eh bien, si les banques centrales pouvaient détenir mutuellement leurs engagements respectifs, ce serait une vraie coopération. Je pense aussi qu'il conviendrait, en la matière, d'agir avec prudence : détenir des réserves en dollars, en euros et en yens implique un risque de pertes futures importantes. Pour donner un exemple, les portefeuilles des universités nord-américaines, qui sont gérés par des personnes avisées, se sont tous massivement désengagés des obligations d'État américaines après la récente crise mondiale. Vous courez donc le danger de détenir beaucoup d'actifs qui se déprécient.

Enfin, je voudrais évoquer les flux d'aide étrangère en Afrique, dont je parle dans mon dernier livre, intitulé *The Plundered Planet*. J'ai suggéré au Premier ministre britannique, qui accueille la prochaine réunion du G 8, qu'au lieu de promettre de doubler l'aide apportée à l'Afrique, le G 8 devrait essayer de mettre de l'ordre dans ses affaires tout en vous rendant service. Les efforts devraient, en particulier, viser à réduire l'évasion fiscale des entreprises et le blanchiment de capitaux, à clarifier les questions de propriété bénéficiaire et à améliorer la transparence dans les industries extractives. À ces trois grands défis s'en ajoute un autre : s'efforcer de convaincre les fonds de pension et les autres investisseurs occidentaux d'investir dans les actions et obligations émises par les entreprises africaines de services aux collectivités. Les sommes colossales détenues dans les portefeuilles européens et nord-américains, qui, incidemment, ont des rendements quasi nuls en ce moment, pourraient, en partie, financer le développement des infrastructures dont l'Afrique a véritablement besoin.

Intégration financière en Afrique : implications pour la politique monétaire et la stabilité financière

Benedicte Vibe Christensen¹

1. Introduction

En raison de leur intégration financière limitée avec les marchés mondiaux, la plupart des pays africains n'ont pas été directement touchés par la crise financière mondiale. Avec l'avantage du recul, il pourrait être tentant de conclure que cette faible intégration financière était une bonne chose, et qu'il serait dans l'intérêt de l'Afrique de ne pas chercher à l'augmenter. Or, pour accroître son taux de croissance économique et faire reculer la pauvreté, il est indispensable que le continent développe ses systèmes financiers et les intègre au reste du monde. Les systèmes financiers africains sont moins développés que ceux d'autres régions, et les services financiers y desservent un nombre d'utilisateurs moins élevé. La question n'est donc pas de savoir *si* les systèmes financiers doivent être intégrés, mais plutôt *comment* et *à quel rythme* pour faire en sorte d'éviter les difficultés liées à l'activité bancaire transfrontière auxquels se sont heurtés les pays avancés et émergents pendant la crise financière mondiale.

Le présent document commence par examiner brièvement l'état de développement du système financier de l'Afrique (section 1), puis analyse l'intégration transfrontière des flux bancaires (section 2). Les principaux moteurs de l'intégration financière transfrontière au sein de l'Afrique sont : les accords de coopération financière régionale (la Communauté de l'Afrique de l'Est en est un bon exemple) et le déploiement de l'activité bancaire panafricaine. L'impact de cette intégration sur les mécanismes de transmission de la politique monétaire est examiné à la section 3. Enfin, il y a lieu de penser que l'essor de l'activité bancaire panafricaine soulève de nouvelles questions de stabilité financière, notamment quant au rôle de prêteur en dernier ressort des banques centrales des pays d'origine et d'accueil (section 4).

2. Profondeur du système financier

L'efficacité de la politique monétaire en Afrique a longtemps été limitée par le manque de profondeur du système financier. Cela étant, il importe de noter que l'Afrique est un continent diversifié présentant, à cet égard, une grande variété de situations, allant des pays émergents, comme le Maroc et l'Afrique du Sud, aux pays en démarrage financier, comme le Tchad et la République démocratique du Congo, en passant par les pays en décollage (Ghana, Kenya et Ouganda). Les indicateurs de

¹ L'auteur tient à remercier Robert Corker, Anne-Marie Gulde, Serge Jeanneau, Madhusudan Mohanty et Philip Turner pour leurs précieux commentaires et leurs suggestions, ainsi que Bat-el Berger et Michela Scatigna pour leur assistance technique.

la profondeur du système financier – ratio crédit au secteur privé/PIB et intermédiation des dépôts/prêts (tableau 1) – sont bas par rapport à d'autres régions du monde. En Afrique, les systèmes bancaires se caractérisent, en outre, par une marge d'intermédiation relativement importante, signe d'une infrastructure financière lacunaire (agences de notation, par exemple), d'une faible concurrence entre banques nationales et du caractère risqué de l'activité de prêt conjugué à la fragilité des droits de propriété. Les conditions d'une politique monétaire efficace sont notamment le recours aux taux d'intérêt pour allouer l'épargne et le crédit, et la présence de marchés secondaires fonctionnant bien pour influencer sur la valeur des grands indicateurs financiers, comme le taux d'intérêt interbancaire. L'intégration aux marchés internationaux joue un rôle dans l'arbitrage entre actifs financiers intérieurs et étrangers. Ce sont tous ces facteurs qui sont examinés ci-après pour évaluer l'impact sur la politique monétaire des récents développements observés dans les systèmes bancaires.

Indicateurs de profondeur du système financier

Ratio, en %, moyennes pondérées par région¹

Tableau 1

	Passifs liquides/PIB ²		Crédit bancaire au secteur privé/dépôts ³	
	2000–02	2010–12 ⁴	2000–02	2010–12 ⁴
Afrique				
Pays émergents ⁵	52	60	90	78
Pays en décollage ³	18	31	65	74
Pays en démarrage financier ⁷	17	26	62	69
Autres pays émergents ⁸	39	48	73	97

¹ Moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 2005. ² Les passifs liquides désignent les dépôts en monnaies, les dépôts à vue et les passifs rémunérés des banques. ³ Le crédit bancaire au secteur privé provient de : FMI, *Statistiques financières internationales*, ligne 22D. ⁴ Dernières données disponibles. ⁵ Afrique du Sud, Algérie, Égypte, Maroc et Tunisie. ⁶ Angola, Ghana, Kenya, Maurice, Mozambique, Nigéria, Ouganda, Sénégal, Tanzanie et Zambie. ⁷ Botswana, Cameroun, Cap-Vert, Lesotho, Madagascar, Malawi, Namibie, République démocratique du Congo, Seychelles et Swaziland. ⁸ Brésil, Chili, Hongrie, Indonésie, Malaisie, Mexique, Philippines, Pologne, République tchèque, Russie, Thaïlande et Turquie.

Sources : FMI, *Statistiques financières internationales* et *Perspectives de l'économie mondiale* ; calculs BRI.

3. Intégration transfrontière des flux bancaires

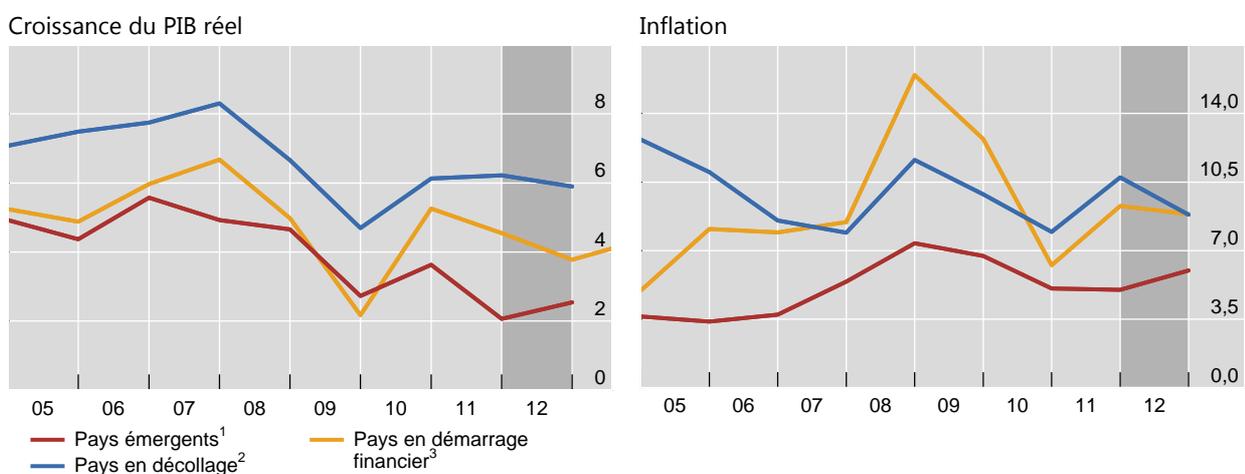
Plusieurs facteurs expliquent l'évolution des flux de capitaux transfrontières en Afrique ces dernières années. Premièrement, le continent a amélioré ses résultats macroéconomiques et les économies africaines ont fait preuve, pendant la récente crise financière mondiale, d'une plus grande résilience que par le passé (graphique 1). Les investisseurs étrangers sont plus optimistes quant à l'activité du secteur privé et au potentiel économique de l'Afrique. Deuxièmement, la circulation des flux s'est déplacée : d'un axe Nord-Sud, on est passé à un axe Sud-Sud, comme en atteste, en particulier, le rôle croissant des grandes économies émergentes

comme le Brésil, la Chine et l'Inde (graphique 2)². Troisièmement, les marchés financiers d'Afrique présentent une intégration croissante, qui a été encouragée par des initiatives régionales, comme la Communauté de l'Afrique de l'Est et le déploiement des groupes bancaires panafricains. Ces groupes sont motivés par les perspectives d'expansion transfrontière, les possibilités de diffusion des services financiers et des compétences, le désir de soutenir la clientèle du pays d'origine sur les marchés étrangers, le fort relèvement des exigences de fonds propres dans les pays d'origine et la libéralisation des règles d'admission dans les pays d'accueil. Les flux bancaires transfrontières en Afrique constituent le thème central du présent document.

Afrique : indicateurs macroéconomiques, selon la profondeur du système financier

en %

Graphique 1



Les zones ombrées correspondent aux projections.

¹ Afrique du Sud, Algérie, Égypte, Maroc et Tunisie. ² Angola, Ghana, Kenya, Maurice, Mozambique, Nigéria, Ouganda, Sénégal, Tanzanie et Zambie. ³ Botswana, Cameroun, Cap-Vert, Lesotho, Madagascar, Malawi, Namibie, République démocratique du Congo, Seychelles et Swaziland.

Source : FMI, Perspectives de l'économie mondiale.

Si le crédit octroyé par les banques déclarantes BRI est essentiellement attribuable aux banques européennes (environ 85 % du total indiqué au graphique 3), les prêts transfrontières accordés par les banques européennes représentent moins de 25 % du crédit total au secteur privé africain³, l'approfondissement du système financier ayant réduit le recours aux financements étrangers.

Intégration financière régionale

Au cours des dernières décennies, les pays africains ont lancé de nombreuses initiatives d'intégration régionale dans le but de renforcer leur économie en tirant

² Le graphique 2 n'inclut pas les flux des banques sises en Chine, lesquelles ne font pas partie des banques déclarantes BRI.

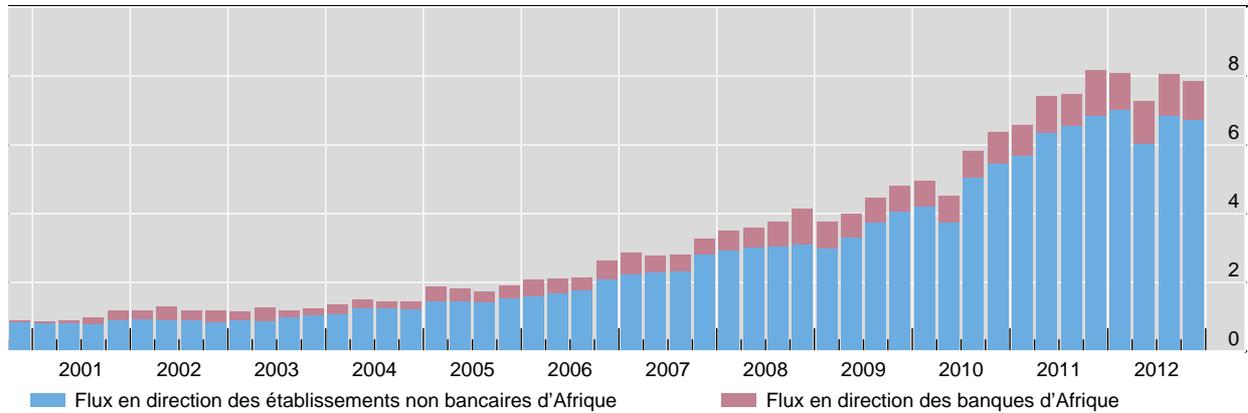
³ Banque mondiale (2012).

parti des économies d'échelle réalisées. Les deux zones francs CFA l'illustrent bien. Si leurs 14 pays membres ont bénéficié de la stabilité d'une monnaie unique rattachée à l'euro et de faibles taux d'inflation, ils témoignent aussi de la difficulté d'intégrer les systèmes de paiement et les marchés de la dette publique et d'harmoniser les instruments de politique monétaire malgré la formulation d'objectifs fondamentaux communs. Dans quelle mesure l'intégration régionale a-t-elle joué un rôle dans la promotion des transactions transfrontières et comment a-t-elle influencé la profondeur du système financier et les mécanismes de transmission de la politique monétaire ?

Prêts des banques déclarantes des économies émergentes à l'Afrique¹

Encours, en milliards de dollars des États-Unis

Graphique 2



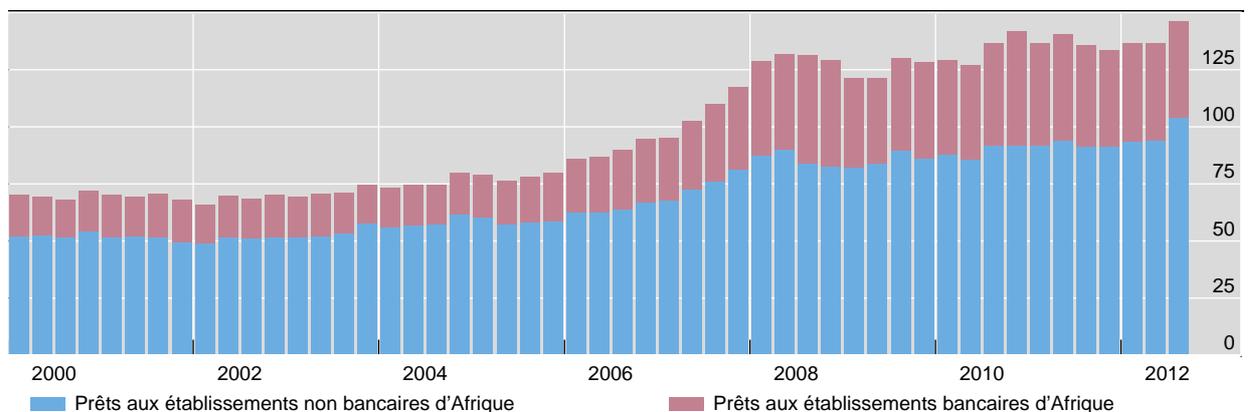
¹ Sommes des encours de prêts accordés à l'Afrique par les banques déclarantes BRI des pays suivants : Brésil, Chili, Taïpei chinois, Inde, Indonésie, Corée, Malaisie et Mexique.

Source : BRI, statistiques bancaires territoriales par pays de résidence.

Prêts des banques déclarantes BRI à l'Afrique

Encours, en milliards de dollars des États-Unis

Graphique 3



Source : BRI, statistiques bancaires territoriales par pays de résidence.

Ces dernières années, la Communauté de l'Afrique de l'Est (CAE), qui compte cinq pays (Burundi, Kenya, Ouganda, Rwanda et Tanzanie), a été l'une des régions

les plus dynamiques en termes d'intégration financière régionale. C'est pourquoi elle est citée ici en exemple. Le Traité de la CAE, signé en 2000, engage les États participants à créer une union douanière (instituée en 2005), un marché commun (juillet 2010) et une union monétaire. Des progrès importants sont en cours en matière d'harmonisation de l'environnement réglementaire pour les services financiers et bancaires. En outre, des dispositions ont été prises pour mettre en place un système commun de paiement et de règlement, qui permettrait un règlement en monnaies locales entre les cinq États membres⁴.

Mais les pays de la CAE ont toujours des cadres de politique monétaire et des changes différents. Trois des monnaies sont à régime de change flottant. Le Kenya et l'Ouganda sont plus avancés dans l'utilisation des taux directeurs en tant qu'instrument (l'Ouganda ayant un système de ciblage d'inflation dit « allégé »), tandis que le Burundi, le Rwanda et la Tanzanie ont toujours une stratégie de ciblage des agrégats monétaires.

Les banques privées du Kenya jouent un rôle prépondérant dans l'intégration régionale du secteur bancaire. Quatre banques kényanes (Kenya Commercial Bank, Equity Bank, Fina Bank et Commercial Bank of Africa) ont ouvert des filiales dans les pays limitrophes⁵. En revanche, les banques de l'Ouganda et de la Tanzanie n'ont pas une présence régionale. Les services bancaires par téléphone portable, qui ont pris leur essor au Kenya et se sont étendus à l'Ouganda, ont contribué à élargir l'accès aux services financiers.

Des études sur les mécanismes de transmission de la politique monétaire et le niveau de concurrence bancaire donnent à penser que la Communauté de l'Afrique de l'Est n'a pas encore retiré tous les avantages de l'intégration. Elles montrent qu'une politique monétaire expansionniste (baisse du taux directeur) a des effets variables dans les différents pays de la CAE : ainsi, elle fait grimper sensiblement les prix au Kenya et en Ouganda mais accroît la production au Burundi, au Kenya et au Rwanda. Sur les cinq pays, le Kenya semble avoir le système bancaire le plus concurrentiel, mais des progrès restent à faire dans tous les États membres de la CAE pour promouvoir des systèmes bancaires compétitifs de sorte que l'activité de prêt soit sensible à une modification d'orientation de la politique monétaire. Il faudra pour cela progresser dans plusieurs domaines incluant, au niveau de la garantie des droits de propriété, l'exécution des sûretés, les renseignements sur la solvabilité des emprunteurs et le système de résolution des différends commerciaux⁶.

Les résultats obtenus dans le cadre de la CAE montrent que l'intégration financière régionale est possible mais aussi qu'elle prendra du temps puisqu'elle nécessitera de prendre des mesures institutionnelles difficiles au niveau des pays et de la région. Les États membres en sont à des stades de développement financier différents, et si leurs capacités se sont améliorées, il leur faut encore se doter de compétences indispensables dans les domaines juridique, comptable et de gestion de la dette.

⁴ FMI (2011).

⁵ Banque mondiale (2011).

⁶ FMI (2012b) ; FMI (2011–12) ; Sanya and Gaertner (2012) ; Davoodi *et al.* (2013).

Activité bancaire panafricaine

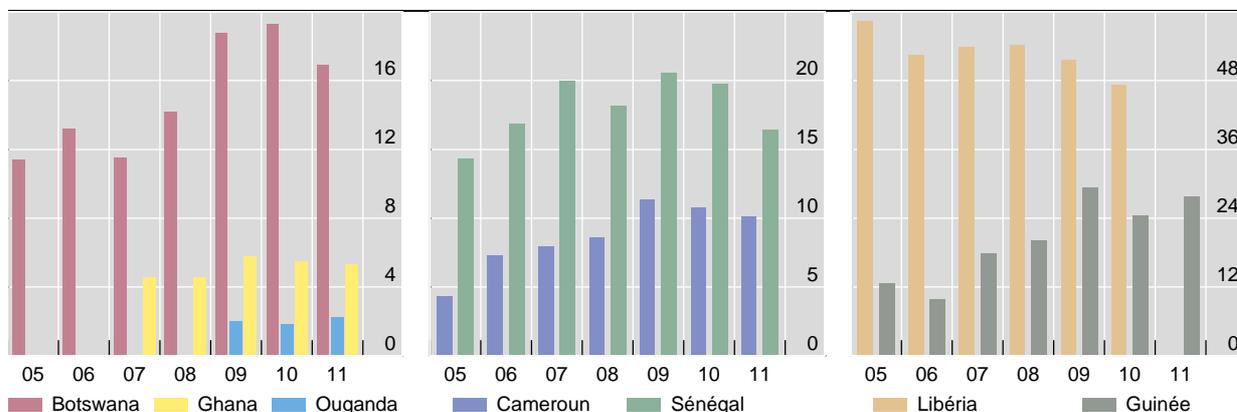
En Afrique, les banques dominent le système financier. L'activité bancaire est depuis longtemps essentiellement attribuable aux établissements du Royaume-Uni, de la France et du Portugal, mais leur influence diminue. Le commerce et la finance sont désormais dominés par les relations Sud-Sud, et non plus Nord-Sud, tout particulièrement avec les économies émergentes, comme le Brésil, la Chine et l'Inde, de sorte que les flux transfrontières sont en hausse (graphique 2). Cependant, seules quelques banques du monde émergent ont également des filiales ou des succursales en Afrique. Il convient de citer la participation directe de 20 % (5,5 milliards de dollars) prise par l'Industrial and Commercial Bank of China dans la Standard Bank of South Africa en 2007 pour servir sa clientèle chinoise présente en Afrique. La Bank of China s'est également implantée en Zambie. Plusieurs banques chinoises ont signé des accords de collaboration avec des banques africaines⁷. Mais d'autres banques de ces pays pourraient suivre le mouvement.

Ainsi, lors du premier sommet du Forum Inde-Afrique tenu en mars 2013, qui a réuni 15 dirigeants africains et le premier ministre indien, les deux parties ont convenu d'encourager l'ouverture de succursales de banques indiennes en Afrique et de banques africaines en Inde. De la même manière, deux des trois principales banques du Brésil seraient en pourparlers avec une grande banque du Portugal au sujet d'un partenariat stratégique qui leur permettrait d'exercer conjointement leurs activités en Afrique⁸.

Banques panafricaines dans sept pays d'Afrique

Dépôts placés auprès de banques panafricaines, en % du total des dépôts bancaires

Graphique 4

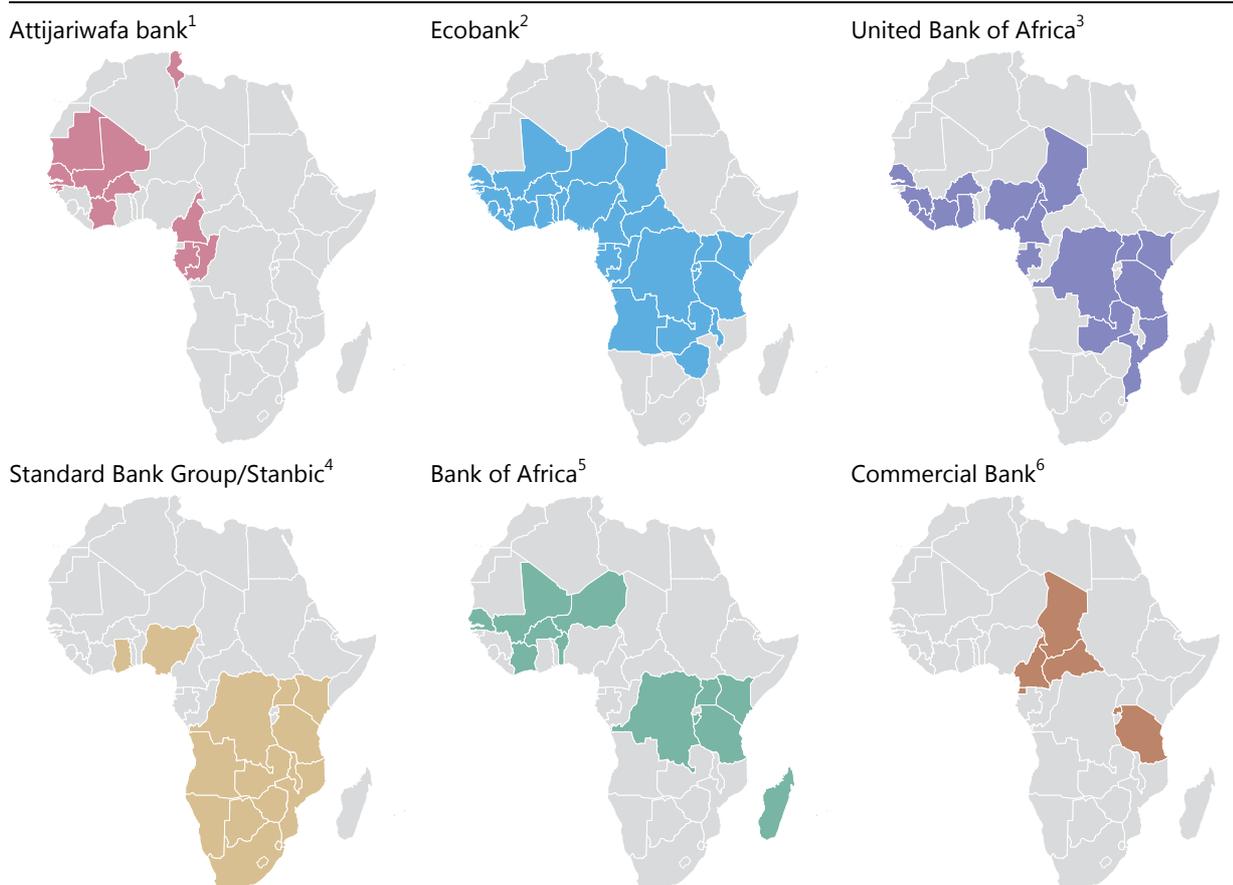


Moyenne simple à partir d'un échantillon de banques locales. Botswana : Stanbic Bank. Ghana : Ecobank, Stanbic Bank, United Bank for Africa. Ouganda : Bank of Africa, Ecobank. Sénégal : CBAO group Attijariwafa bank, Ecobank. Pour le Cameroun, la Guinée et le Libéria, seules les données d'Ecobank sont disponibles.

Sources : Bankscope ; FMI, *Statistiques financières internationales*.

⁷ En 2008, la banque chinoise de développement a signé un protocole d'accord avec United Bank of Africa pour financer des projets d'infrastructure à long terme. En 2009, Bank of China a signé un accord de coopération avec Ecobank.

⁸ Latin American Herald Tribune, 13 mars 2013.



¹ Burkina Faso, Cameroun, Congo, Côte d'Ivoire, Gabon, Guinée-Bissau, Mali, Mauritanie, Sénégal et Tunisie. ² Angola, Bénin, Burkina Faso, Burundi, Cameroun, Cap-Vert, République centrafricaine, Tchad, Côte d'Ivoire, République démocratique du Congo, Gabon, Gambie, Ghana, Guinée, Guinée-Bissau, Guinée équatoriale, Kenya, Libéria, Malawi, Mali, Niger, Nigéria, République du Congo, Rwanda, São Tomé-et-Príncipe, Sénégal, Sierra Leone, Tanzanie, Togo, Ouganda, Zambie, Zimbabwe. ³ Burkina Faso, Cameroun, Tchad, Côte d'Ivoire, République démocratique du Congo, Gabon, Ghana, Guinée, Kenya, Libéria, Mozambique, Nigéria, Sénégal, Sierra Leone, Tanzanie, Ouganda et Zambie. ⁴ Angola, Botswana, République démocratique du Congo, Ghana, Kenya, Lesotho, Malawi, Maurice, Mozambique, Namibie, Nigéria, Afrique du Sud, Swaziland, Tanzanie, Ouganda, Zambie et Zimbabwe. ⁵ Bénin, Burkina Faso, Burundi, Côte d'Ivoire, République démocratique du Congo, Mali, Niger, Kenya, Madagascar, Sénégal, Tanzanie et Ouganda. ⁶ Cameroun, République centrafricaine, Tchad, Guinée équatoriale, Rwanda, São Tomé-et-Príncipe et Tanzanie.

Sources : FMI, Perspectives économiques régionales, avril 2011 ; Site Internet d'Attijariwafa bank.

Les banques panafricaines (groupes bancaires domiciliés en Afrique qui possèdent des filiales dans plusieurs pays) représentent une part de plus en plus importante de l'activité bancaire intérieure (graphique 4). Dans l'Union économique et monétaire ouest-africaine (UEMOA), par exemple, elles représentaient, en 2011, près d'un tiers des établissements de crédit en activité, soit pratiquement la moitié du total du bilan. Comme le montre le graphique 5, les grands groupes bancaires sont domiciliés en Afrique du Sud, au Nigéria et au Maroc, mais certains ont leur siège ailleurs (par exemple, Ecobank, présente dans 32 pays, est domiciliée au Togo). Les groupes bancaires ayant leur siège en Afrique du Sud y sont depuis des années. Ils couvrent généralement les pays d'Afrique orientale et australe (graphique 5) et, plus récemment, ils se sont aussi implantés en Afrique de l'Ouest. Les groupes nigériens ont établi leur présence à l'étranger relativement récemment, soit après la phase de consolidation du secteur bancaire amorcée en 2004-05, laquelle a entraîné un renforcement de l'assise financière. En quête de nouveaux débouchés après l'éclatement de la crise financière mondiale dans la zone euro, la

plus grande banque du Maroc, Attijariwafa Bank, a commencé à ouvrir des filiales dans les pays francophones subsahariens, s'efforçant de toucher la partie de la population qui n'a pas accès aux activités bancaires. Elle prête aux petites et moyennes entreprises qui ont normalement des difficultés à obtenir des financements, mais elle finance aussi de grands projets d'infrastructure.

Les banques panafricaines sont organisées en filiales de banques étrangères. Elles se comportent essentiellement comme des banques nationales en ce qu'elles collectent des dépôts en monnaie locale ; mais dans certains pays, elles acceptent aussi des dépôts et accordent des prêts en devises (tableau 1 de l'appendice)⁹. Elles intensifient la concurrence dans les systèmes bancaires intérieurs et assurent un transfert de savoir-faire et de technologie. En outre, elles développent non seulement l'offre de services financiers, mais elles élargissent aussi l'accès aux services bancaires.

L'expansion de l'activité bancaire panafricaine présente des caractéristiques qui s'apparentent au vif essor des banques espagnoles en Amérique latine dans les années 1995–1998. Alors en quête de nouveaux marchés, les banques espagnoles avaient des avantages en termes de culture et de langue, qui leur ont permis de partager leurs technologies avancées et leur savoir-faire avec les pays d'Amérique latine. L'expérience a été positive en termes de l'impact sur la concurrence, et l'effet négatif sur la qualité du portefeuille de prêts des banques locales est néanmoins instructif (encadré 1)¹⁰.

Encadré 1

L'expérience des banques espagnoles en Amérique latine¹¹

L'expérience des banques panafricaines qui se déploient depuis quelques années en Afrique est comparable à l'expansion des banques espagnoles en Amérique latine dans les années 1995–98.

Suite à une période de déréglementation en Espagne, les banques ont souhaité se lancer dans des stratégies plus dynamiquement axées sur le marché. Plusieurs raisons expliquent pourquoi elles se sont implantées en Amérique latine plutôt que dans le reste de l'Europe. Les pays émergents d'Amérique latine en forte croissance démographique étaient censés avoir des perspectives de croissance économique plus vive que les marchés saturés d'Europe. Ils offraient, en outre, des possibilités de diversification des risques, les cycles économiques en Espagne et en Amérique latine n'ayant pas évolué en parallèle. Dans le même temps, le processus de libéralisation et de privatisation du secteur bancaire d'Amérique latine avait créé de nouvelles possibilités d'investissement. Le système bancaire affichait, en outre, des marges et des coûts plus élevés que les marchés européens, avec à la clé des bénéfices plus importants. Des facteurs non économiques comme une langue et une culture communes et la présence de résidents espagnols dans certains pays latino-américains ont également joué un rôle.

Pour les pays d'Amérique latine, l'ouverture du secteur bancaire aux banques étrangères a permis de sortir d'une structure oligopolistique et favorisé la concurrence. Sachant que les banques espagnoles achetaient souvent des établissements en activité mais qu'elles apportaient leur propre équipe de gestion, de nouvelles technologies ont été diffusées, la concurrence s'est intensifiée et le système financier a gagné en profondeur. Dans le même temps, la déréglementation du secteur bancaire a pu aussi avoir un effet négatif sur la qualité des portefeuilles de prêts des banques locales, soit en raison d'une intensification de la concurrence et d'une réduction de la marge bénéficiaire, soit parce que les banques étrangères ont fait perdre aux banques locales les clients plus solvables. D'où l'importance d'une libéralisation conjuguée à un solide processus de réglementation et de contrôle.

⁹ FMI (2012d).

¹⁰ Sebastián et Hernansanz (2000).

¹¹ Calderon et Casilda (2000).

4. Conséquences pour la transmission de la politique monétaire

Quel est l'impact prévisible sur les principaux canaux de transmission de la politique monétaire, à savoir le canal des taux d'intérêt, le canal du cours de change et le canal du crédit ?

Canal des taux d'intérêt

Le canal des taux d'intérêt est un mécanisme de transmission de la politique monétaire particulièrement important dans les pays relativement plus développés, comme l'Afrique du Sud, le Kenya et Maurice¹². Dans ces pays, une modification des taux directeurs entraîne une modification des taux d'intérêt intérieurs, mais parfois à retardement et sans que la transmission soit complète. L'existence, dans de nombreux pays, d'une structure bancaire oligopolistique, limite la concurrence et, partant, la réactivité des taux du marché à une modification des taux directeurs. Cela s'explique en partie par la concentration du marché mais aussi des risques. En fait, l'Afrique subsaharienne a les marges d'intérêt les plus élevées du monde¹³. Elle est aussi la région qui présente le plus fort taux de concentration de banques.

Dans la mesure où une hausse de l'activité bancaire transfrontière intensifie la concurrence dans le système bancaire intérieur, elle pourrait contribuer à réduire la marge d'intérêt. Au Nigéria, par exemple, la participation des banques panafricaines aux opérations d'*open market* a permis de modérer le niveau de la structure des taux. En Ouganda, elle a intensifié la concurrence dans le secteur bancaire et sans doute aussi renforcé le canal des taux d'intérêt, même si les preuves empiriques font toujours défaut. Dans d'autres pays, il est trop tôt pour discerner l'impact sur le canal des taux d'intérêt.

Canal du cours de change

Dans les économies ouvertes à régime de change flexible, le canal du cours de change peut constituer un puissant mécanisme de transmission de la politique monétaire. Ainsi, une expansion monétaire aurait tendance à faire baisser le taux d'intérêt réel et à induire une dépréciation de la monnaie. Le cours de change est, en outre, un signe très clair des conditions monétaires dans les pays où des statistiques ne sont pas forcément disponibles. C'est pourquoi les banques centrales dans des pays comme le Ghana, le Kenya, Maurice et le Maroc ont indiqué que le canal du cours de change est un des mécanismes de transmission de la politique monétaire les plus importants¹⁴.

Dans plusieurs pays, les banques étrangères qui participent activement au marché des changes peuvent aussi influencer sur les conditions monétaires et le cours de change. C'est apparemment le cas au Nigéria, où les banques panafricaines

¹² Pour plus de précisions sur les mécanismes de transmission de la politique monétaire, voir Christensen (2011).

¹³ Ahokpossi (2013).

¹⁴ Voir Christensen (2011).

prennent part aux adjudications de devises. Au Malawi, selon l'évolution du change, les banques panafricaines retirent ou injectent, dans le système, des devises obtenues en partie auprès de leur société mère. Si les dépôts et prêts qu'elles détiennent sont, pour l'essentiel, en monnaie locale, il y a aussi une part non négligeable de dépôts et prêts en devises et donc la possibilité de substituer les monnaies.

Canal du crédit

Les banques interviennent comme intermédiaire entre l'épargne (les dépôts) et les prêts à des fins d'investissement ou de consommation. Le ratio d'intermédiation, à savoir le ratio prêts/dépôts, qui est relativement faible en Afrique par rapport à d'autres régions (tableau 1), a néanmoins un impact sur l'efficacité de la politique monétaire.

Les opérations des banques panafricaines ont-elles stimulé le ratio d'intermédiation ? Il est encore trop tôt pour le dire avec certitude. Premièrement, les banques panafricaines ont dans une certaine mesure remplacé les banques nationales ou les autres banques étrangères en achetant des établissements existants, souvent ceux qui avaient des difficultés financières. Elles exercent généralement leurs activités comme les banques nationales, avec toutefois des différences d'un pays à l'autre. Dans la mesure où elles peuvent contribuer à moderniser l'infrastructure, y compris en améliorant le système de paiement dans leur propre réseau, elles pourraient accroître le ratio d'intermédiation.

Dans l'UEOMA, la présence accrue des banques panafricaines a intensifié la concurrence sur le marché du crédit, stimulé le marché interbancaire et contribué à renforcer le mécanisme de transmission de la politique monétaire. En Ouganda, les banques panafricaines ont accru la concurrence dans le système bancaire, entraînant une rapide augmentation des réseaux de succursales. Plus soucieuses que les grandes banques internationales de servir les emprunteurs de qualité inférieure, elles ont contribué à la forte expansion de l'intermédiation dans le pays. Il y a lieu de penser qu'elles ont renforcé le mécanisme de transmission de la politique monétaire qu'est le canal du crédit. Au lendemain de la crise financière mondiale, le taux de croissance des prêts bancaires a diminué dans de nombreux pays (Angola, Égypte, Malawi, Maroc, Nigéria, Ouganda et Zambie (tableau 3 figurant à l'appendice)). Ce recul faisait suite à une période de très forte expansion du crédit au secteur privé, qui a en partie alimenté l'inflation. Cette expansion est aussi, sans doute, à l'origine d'une certaine détérioration de la qualité du portefeuille de prêts, laquelle ne s'est manifestée qu'en partie dans les statistiques des prêts non productifs en raison du phénomène d'« *evergreening* » (renouvellement systématique des prêts)¹⁵.

5. Banques panafricaines et stabilité financière

Nombre de banques panafricaines revêtent une importance systémique tant pour le pays d'origine que pour le pays d'accueil. Elles représentent une grande part des

¹⁵ Banque mondiale (2012).

dépôts et sont souvent des intervenants importants sur les marchés des bons du Trésor et des changes et dans le système de paiements^{16, 17}. Elles sont généralement bien capitalisées. Mais il peut y avoir une insuffisance au niveau du contrôle. Ce qui importe c'est la question de savoir si la réglementation et le contrôle sont en phase avec le degré d'innovation et de complexité des activités des banques étrangères.

Les banques font-elles l'objet d'un contrôle sur une base consolidée, qui intègre leurs filiales à l'étranger ? Cette tâche incombe en principe aux instances de contrôle des pays d'origine. La pratique du contrôle bancaire en Afrique du Sud est particulièrement importante parce que les banques sud-africaines se sont imposées dans plusieurs pays d'Afrique australe et orientale et qu'elles représentent une grande part des dépôts du système bancaire de ces pays. Depuis 2001, l'unité de contrôle bancaire (*Bank Supervision Department* – BSD) de la Banque de réserve d'Afrique du Sud effectue un contrôle consolidé et établit des procédures et déclarations réglementaires pour les groupes bancaires, y compris pour les opérations hors Afrique du Sud. Il prévoit de créer une entité chargée du contrôle des conglomérats en conformité avec les principes internationaux. La méthodologie de contrôle fondée sur les risques suivie par le BSD nécessite d'axer des ressources additionnelles sur les groupes bancaires d'importance systémique, qui incluent généralement des groupes sud-africains ayant des opérations à l'étranger.

Le Nigéria a mis en place un contrôle consolidé en accord avec les *Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace* du Comité de Bâle¹⁸. Un dispositif de contrôle bancaire transfrontière a été élaboré et mis en œuvre en 2011. Il prévoit comme condition préalable à la présence des banques nigérianes dans d'autres pays l'exécution d'un protocole d'accord avec l'organisme de réglementation du pays d'accueil. Les banques nigérianes qui ont des filiales à l'étranger sont soumises à des exigences de fonds propres plus élevées.

Mais les banques panafricaines ne sont pas toutes soumises à un contrôle consolidé. Quand Ecobank a été fondée, elle s'est vu conférer le statut d'organisation internationale et d'établissement financier non résident par le Gouvernement du Togo, pays où elle est domiciliée, et elle n'est donc pas soumise au contrôle prudentiel de la Commission bancaire de l'UEOMA, à Abidjan.

Les relations et le partage d'informations entre pays d'origine et pays d'accueil sont de la plus haute importance pour effectuer un contrôle consolidé. Là encore, les pratiques varient dans toute l'Afrique. Un grand centre financier comme l'Afrique du Sud a une procédure normalisée pour contacter les autorités de contrôle étrangères avant d'accepter qu'un groupe bancaire sud-africain s'implante à l'étranger. Le BSD a, en outre, tenu des collèges prudentiels avec les autorités de contrôle d'entités de groupes bancaires sud-africains dans d'autres pays d'Afrique. La Banque d'Ouganda s'efforce, elle aussi, de collaborer avec les autorités de contrôle du pays d'origine de toutes les banques étrangères ayant des filiales sur le territoire ougandais, dans le but de renforcer l'efficacité du contrôle consolidé et d'obtenir des renseignements sur la situation financière de la société mère (elle a jusqu'à présent signé des protocoles d'accord avec cinq des neuf organismes de réglementation bancaire des pays d'origine de ces groupes). Ailleurs, un contact

¹⁶ Lukonga et Chung (2010).

¹⁷ FMI (2012e).

¹⁸ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2012).

régulier entre pays fait défaut, ou les protocoles d'accord ne sont pas suivis de contacts réguliers ou de procédures opérationnelles à cet égard et d'un échange d'informations. Il y a aussi des pays qui adoptent des règles ne plaçant pas banques nationales et étrangères sur un pied d'égalité, ce qui a donné lieu à des représailles de la part de l'autorité de réglementation d'un pays d'origine. Ainsi, une égalité de traitement des banques nationales et étrangères et des conditions de concurrence équitables sont importantes pour maintenir une relation de confiance, indispensable à une bonne collaboration transfrontière.

Mais un contrôle consolidé et la collaboration entre instances de réglementation et de contrôle des pays d'accueil et d'origine ne sont pas suffisants, la qualité du contrôle bancaire étant à la mesure de la qualité des informations et les données sur lesquelles il repose. L'Afrique est constituée de pays très divers et dotés d'organes de contrôle bancaire aux degrés de solidité institutionnelle différents. Dans les pays à faible revenu, en particulier, il arrive souvent que les autorités de contrôle ne disposent pas de données récentes et de bonne qualité, notamment sur les expositions intragroupes au risque, y compris apparemment pour ce qui concerne les groupes bancaires panafricains¹⁹. En outre, les agences de notation du crédit n'existent pas ou ne sont présentes que depuis peu, et il est donc difficile d'évaluer le degré de risque intrinsèque d'un actif, ce qui nuit à la fiabilité de l'analyse des risques pour la société mère. Dans les pays émergents hors Afrique, en revanche, les banques étrangères ont tendance à sous-estimer l'accumulation du risque de crédit dû à une rapide expansion du crédit par rapport aux banques nationales²⁰.

Enfin, les positions ouvertes en devises sont un facteur de risque potentiel. Dans de nombreux pays émergents, elles se sont avérées être le point faible du système bancaire, selon les exigences réglementaires en vigueur. Le tableau 1 de l'appendice fait état d'une certaine asymétrie de monnaies entre banques étrangères, qui ne semble pas importante toutefois (sauf au Swaziland). Mais, comme le fait observer Mihaljek (2009), même en l'absence d'asymétrie de monnaies, l'octroi de prêts en devises peut se transformer en risque de crédit si un pays dévalue sa monnaie, obligeant dès lors les emprunteurs nationaux à rembourser une dette d'un montant plus élevé tel que mesuré en monnaie locale.

Prêteur en dernier ressort

Si un groupe bancaire panafricain d'importance systémique (considéré comme « trop grand pour faire faillite ») connaissait de graves problèmes financiers, la banque centrale d'un pays d'accueil pourrait-elle envisager d'intervenir en tant que prêteur en dernier ressort, ou de lui procurer des liquidités d'urgence ? Dans ce cas, dans quelles circonstances une assistance serait-elle offerte ? Quelles conditions seraient appliquées ? Une telle intervention est un des principaux instruments de l'arsenal des banques centrales, or souvent celles-ci ne donnent pas de précisions sur la façon de s'acquitter de ce rôle ou hésitent à exprimer publiquement leurs intentions par crainte des problèmes liés au risque subjectif (aléa moral).

¹⁹ Lukonga et Chung (2010).

²⁰ Mihaljek (2009).

Ces dernières années, les banques centrales des pays avancés ont, à plusieurs reprises, eu recours à des opérations de prêteur en dernier ressort. Pour en citer quelques-unes, en 2008, la Banque d'Angleterre a procuré des liquidités d'urgence aux banques pendant la crise financière, et dans les années 2008–10, la Réserve fédérale a fourni aux établissements financiers un soutien de liquidité (à court terme) adossé à des sûretés. Ces initiatives ont contribué à stabiliser le système financier. En outre, la Réserve fédérale a fourni des swaps de devises pour approvisionner en dollars les banques centrales étrangères en échange d'autres monnaies, leur permettant de répondre aux besoins en dollars de leurs établissements financiers. Elle a ainsi assumé le rôle de prêteur en dernier ressort à la fois aux niveaux national et international.

Du point de vue des pays d'accueil, les banques panafricaines sont des filiales de banques étrangères implantées en Afrique, mais elles font l'objet des mêmes règles et réglementations que les banques nationales. Comme indiqué ci-dessus, elles représentent parfois une très grande part du total des dépôts du pays d'accueil (graphique 4). Il est donc concevable qu'une crise puisse prendre des proportions systémiques. Si un groupe bancaire étranger a des problèmes de liquidité, il pourrait retirer des capitaux de ses filiales situées dans d'autres pays, ce qui risque d'engendrer des difficultés financières pour ces filiales. Dans une telle situation, la société mère pourrait être la cause des difficultés financières de ses filiales. C'est pourquoi la collaboration et le partage d'informations avec les instances de contrôle et les banques centrales du pays d'origine sont si importants. S'il n'est pas possible d'obtenir l'aide de la société mère, normalement la meilleure solution, il pourrait être envisagé de cantonner l'établissement en difficulté pour éviter tout nouveau retrait de fonds. Mais les mesures de cantonnement prises dans le pays d'accueil risquent d'aggraver la situation de l'ensemble du groupe bancaire. C'est pourquoi cette solution est, à l'évidence, un pis-aller. (De même, les problèmes de liquidité d'une filiale de grande taille pourraient être lourds de conséquences pour la société mère.)

En pareil cas, une banque centrale pourrait être amenée à jouer son rôle de prêteur en dernier ressort.

Il y a des principes généraux qui orientent son intervention :

- La banque centrale a normalement affaire à des établissements qui ont des problèmes de liquidité, mais pas à des établissements insolvable, qui sont considérés être la responsabilité de l'État. Mais concrètement, il est difficile d'établir une distinction entre les problèmes de liquidité et de solvabilité, parce qu'un problème qui, au départ, a trait à la liquidité pourrait, en raison de l'incidence sur les prix des actifs, évoluer vers un cas d'insolvabilité.
- La banque centrale garantit, en principe, ses facilités d'urgence par des sûretés pour éviter des répercussions sur son bilan. En fait, dans de nombreux pays, une bonne garantie forme la base juridique de tout octroi de facilités d'urgence.
- À une question sur la fonction de prêteur en dernier ressort dans une enquête réalisée par la BRI en 2011, les banques centrales ont répondu, dans quatre cas

sur cinq, que les décisions relèvent de leur compétence²¹. Mais il y a des exceptions. Au Royaume-Uni, par exemple, c'est le Chancelier de l'Échiquier qui assume la responsabilité des décisions sur les prêts d'urgence.

Dans le contexte d'un groupe bancaire international, une question essentielle est de savoir quelle banque centrale devrait assumer le rôle de prêteur en dernier ressort : la banque centrale du pays d'accueil ou la banque centrale du pays d'origine de la société mère de l'établissement ? Cela a toujours été une question épineuse dans les discussions entre les banques centrales des pays du G 10²². Il n'y a pas de lien automatique entre la responsabilité du contrôle bancaire (visée par le Concordat de 1983) et l'hypothèse d'un prêteur en dernier ressort. Toutefois, on tient généralement pour acquis que la banque centrale du pays d'accueil a la responsabilité initiale de fournir un soutien de liquidité à un établissement étranger. Mais il est également reconnu que la responsabilité de la banque centrale du pays d'origine pourrait être engagée très peu de temps après qu'un tel soutien devient nécessaire.

Une nouvelle complication apparaît avec les opérations de prêteur en dernier ressort en devises. Une banque centrale ne peut de toute évidence pas créer de la monnaie en devise. Alors la banque centrale d'émission peut accepter des accords de swap pour faciliter les opérations de soutien de la banque centrale en dollars, en euros ou dans une autre devise.

La taille a son importance dans la répartition des responsabilités entre le pays d'origine et le pays d'accueil. Certains groupes bancaires panafricains sont très grands par rapport au PIB du pays d'origine (comme Ecobank, domiciliée au Togo). Il faut éviter qu'un soutien financier aux banques – sous la forme d'un apport de liquidité par la banque centrale ou financé par le budget de l'État – se solde par un défaut souverain. C'est pourquoi le développement des activités bancaires transfrontières doit aller de pair avec un contrôle bancaire plus étroit et une réflexion préalable sur la collaboration transfrontière en cas de tensions sur la liquidité, voire de crise. Cela pourrait freiner l'expansion de l'activité des banques étrangères à court terme, mais serait moins coûteux pour le pays à longue échéance.

6. Conclusion

Le développement économique des pays d'Afrique a longtemps été limité par des marchés financiers insuffisamment développés. L'intégration régionale à l'œuvre dans différentes parties de l'Afrique ainsi que le déploiement des banques panafricaines offrent la perspective d'un approfondissement des marchés qui renforcerait l'efficacité de la politique monétaire et permettrait à une plus grande partie de la population d'accéder aux services financiers et, partant, favoriserait la croissance.

²¹ Banque des Règlements internationaux (*Central bank governance and financial stability*), rapport établi par un groupe d'étude sous la présidence de Stefan Ingves, Gouverneur de la Banque de Suède, mai 2011a.

²² Voir Turner (2009), pp 117–8, pour un résumé de ce débat.

La Communauté de l'Afrique de l'Est, qui a accompli des progrès substantiels en termes de la création d'une union monétaire et d'un marché commun, œuvre désormais à harmoniser les systèmes de paiement et de règlement et le cadre réglementaire et de contrôle prudentiel dans la région. Cependant, il reste fort à faire avant que l'intégration financière soit une réalité. Dans l'intervalle, la région bénéficie d'une offre croissante de services bancaires et de la généralisation de nouvelles technologies (services bancaires par téléphone portable, par exemple).

L'expansion des banques panafricaines s'est amorcée dans toute l'Afrique. Ces banques connaissent bien le continent africain et sont à même de transférer le savoir-faire aux pays dans lesquels elles ont créé des filiales. Il est encore trop tôt pour dire avec certitude quel type d'impact elles auront sur les mécanismes de transmission de la politique monétaire et sur la stabilité financière, mais, selon les premières indications, dans les pays où elles représentent une part importante des transactions bancaires, elles améliorent le fonctionnement des marchés interbancaires et des changes, créent un environnement concurrentiel pour les banques et permettent aussi à la population des zones rurales d'accéder pour la première fois aux services bancaires. Elles contribuent, en outre, à diffuser la technologie et les services financiers aux zones dont les banques sont absentes. Sachant qu'elles se financent essentiellement sur le marché local, leur activité pourrait aussi être plus stable que celle des banques internationales domiciliées ailleurs qu'en Afrique.

Le déploiement des banques panafricaines doit aller de pair avec l'amélioration du dispositif réglementaire et prudentiel des banques. Les pays relativement plus développés ont déjà instauré un contrôle consolidé pour les groupes bancaires dont ils sont le pays d'origine. Mais ce n'est pas le cas partout. La qualité du contrôle doit également être renforcée en veillant à ce que les informations financières sur les banques et leur clientèle soient de meilleure qualité et disponibles plus rapidement. En outre, le déploiement de l'activité bancaire panafricaine aurait tout à gagner d'un renforcement de la collaboration transfrontière et de la mise en place de plans d'urgence, dont une assistance financière d'urgence dans le cadre de mécanismes de prêteur en dernier ressort, au cas où un groupe bancaire aurait des difficultés financières d'une nature systémique (car considéré comme « trop grand pour faire faillite »). À cet égard, les autorités africaines peuvent tirer les enseignements de l'expérience ruineuse des économies avancées et émergentes durant la crise financière mondiale.

Avoirs des principaux systèmes bancaires africains

En % du total des avoirs

Tableau A1

	Fin 2000 ¹						Fin 2005 ²						Fin 2012 ³								
	Monnaie locale			Devise			Monnaie locale			Devise			Monnaie locale			Devise					
	B. nat. ⁴	B. étr. ⁵	Dont p-af. ⁶	B. nat. ⁴	B. étr. ⁵	Dont p-af. ⁶	Total	B. nat. ⁴	B. étr. ⁵	Dont p-af. ⁶	B. nat. ⁴	B. étr. ⁵	Dont p-af. ⁶	Total	B. nat. ⁴	B. étr. ⁵	Dont p-af. ⁶	Total			
Afrique du Sud	...	...	...	...	...	...	69,4	29,1	0,0	0,8	0,6	0,0	100,0	55,0	19,9	0,0	21,9	3,1	0,3	100,0
Algérie	94,7	3,8	0,0	1,2	0,4	0,0	100,0	89,2	7,7	0,0	2,8	0,2	0,0	100,0	85,4	13,4	0,0	1,1	0,1	0,0	100,0
Angola	...	...	...	...	...	...	33,0	16,3	...	30,1	20,6	...	100,0	36,1	16,4	0,5	26,0	21,6	0,6	100,0
BCEAO	...	100,0	100,0	100,0	...	100,0	100,0
Congo, RD ⁷	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	11,8	12,9	9,9	43,4	31,9	18,7	100,0
Égypte	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	55,3	20,6	...	15,1	8,9	...	100,0
Ghana	25,3	33,3	4,5	17,8	23,5	3,2	100,0	26,6	25,6	3,8	24,3	23,4	3,5	29,2	36,1	21,5	15,5	19,2	11,4	100,0	
Lesotho	1,2	39,1	0,0	0,1	59,7	0,0	100,0	0,4	77,5	0,0	0,2	21,9	0,0	2,6	75,7	0,0	1,5	20,3	0,0	100,0	
Malawi	44,6	45,6	36,8	8,6	1,2	0,4	100,0	64,1	29,1	23,6	3,1	3,6	1,9	58,4	30,0	25,7	6,1	5,6	5,2	100,0	
Maroc	95,9	0,2	...	1,5	2,3	...	100,0	92,2	1,3	...	1,7	4,8	...	93,9	0,1	...	3,4	2,6	...	100,0	
Maurice	33,5	12,5	2,3	6,5	47,5	17,9	100,0	28,3	11,0	0,2	6,5	54,3	8,8	26,9	8,4	0,4	10,8	53,8	11,0	100,0	
Nigéria	95,2	3,9	1,5	0,8	0,0	0,0	100,0	94,7	4,5	1,5	0,7	0,0	0,0	85,4	14,0	5,1	0,5	0,1	0,0	100,0	
Ouganda	32,4	35,8	8,9	5,5	26,3	7,3	100,0	12,8	59,5	26,0	2,6	25,0	8,8	14,8	53,6	26,5	3,4	28,2	14,9	100,0	
Seychelles	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	16,7	32,3	25,8	13,9	37,0	27,5	100,0
Swaziland	17,0	69,5	...	1,4	12,1	...	100,0	18,0	75,1	...	0,3	6,6	...	14,2	67,2	...	1,7	16,9	...	100,0	
Tanzania	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	42,1	27,7	8,5	9,5	20,7	5,7	100,0
Tunisie	86,2	13,8	...	...	...	...	100,0	72,3	27,7	...	...	...	...	71,6	28,4	...	...	...	...	100,0
Zambie	20,4	79,5	0,7	0,0	0,0	0,0	100,0	22,3	77,7	3,6	0,0	0,0	0,0	20,5	79,5	11,5	0,0	0,0	0,0	100,0	

¹ Pour le Malawi et le Nigéria, fin 2001. Pour le Swaziland, fin 2003. ² Pour le Nigéria, fin 2004. ³ Fin 2012 ou dernières données disponibles. Pour l'Algérie, les dates sont provisoires. ⁴ Banques nationales. ⁵ Banques étrangères. ⁶ Dont banques panafricaines. ⁷ République démocratique du Congo.

Sources : Questionnaire BRI sur le rôle des banques centrales d'Afrique dans la stabilité macroéconomique et financière, mai 2013 ; calculs BRI.

Engagements des principaux systèmes bancaires africains

En % du total des engagements

Tableau A2

	Fin 2000 ¹					Fin 2005 ²					Fin 2012 ³									
	Monnaie locale			Devise		Monnaie locale			Devise		Monnaie locale			Devise						
	B. nat. ⁴	B. étr. ⁵	Dont p-af. ⁶	B. nat. ⁴	B. étr. ⁵	B. nat. ⁴	B. étr. ⁵	Dont p-af. ⁶	B. nat. ⁴	B. étr. ⁵	B. nat. ⁴	B. étr. ⁵	Dont p-af. ⁶	B. nat. ⁴	B. étr. ⁵	Dont p-af. ⁶				
Afrique du Sud	69,7	29,6	0,0	0,4	0,3	0,0	0,0	100,0	58,8	22,3	0,0	17,5	1,5	0,3	100,0
Algérie	89,2	3,6	0,0	6,7	0,5	85,9	7,2	0,0	6,2	0,7	0,0	0,0	100,0	83,1	12,9	0,0	3,4	0,6	0,0	100,0
Angola	33,9	11,4	...	29,4	25,2	100,0	35,7	13,7	0,4	26,8	23,9	0,6	100,0
BCEAO	...	100,0	100,0	100,0	...	100,0	100,0
Congo, RD ⁷	11,1	11,8	8,9	44,2	33,0	19,6	100,0
Égypte	55,4	20,6	...	15,1	9,0	...	100,0
Ghana	24,7	33,9	4,5	17,4	23,9	26,7	25,6	6,2	24,4	23,3	5,7	100,0	29,8	35,5	21,4	15,9	18,9	11,4	100,0	
Lesotho	0,3	99,7	0,0	...	...	0,5	99,2	0,0	0,0	0,3	0,0	100,0	3,3	96,5	0,0	0,0	0,2	0,0	100,0
Malawi	42,9	44,6	36,1	6,6	5,9	60,9	28,8	26,3	5,8	4,5	4,1	100,0	56,6	29,1	25,1	7,5	6,8	6,8	100,0	
Maroc	93,5	0,9	...	0,9	4,8	96,3	0,8	...	1,1	1,7	...	100,0	95,1	0,6	...	2,6	1,7	...	100,0	
Maurice	34,8	12,5	2,4	5,3	47,4	28,8	9,6	0,0	5,9	55,7	9,0	100,0	27,6	8,8	0,3	10,1	53,5	11,0	100,0	
Nigéria	95,4	3,7	1,4	0,8	0,0	95,0	4,3	1,4	0,7	0,0	0,0	100,0	85,0	14,3	4,8	0,5	0,1	0,0	100,0	
Ouganda	32,8	36,5	9,0	5,1	25,6	13,0	59,9	26,7	2,4	24,7	8,1	100,0	15,3	54,4	26,9	2,8	27,4	14,6	100,0	
Seychelles	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	17,7	29,5	24,4	13,0	39,9	28,8	100,0
Swaziland	18,4	80,1	...	0,0	1,4	19,5	79,0	...	0,0	1,4	...	100,0	15,8	78,7	...	0,0	5,4	...	100,0	
Tanzanie	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	40,6	26,0	8,2	10,6	22,8	6,2	100,0
Tunisie
Zambie	20,4	79,5	0,7	0,0	0,0	22,3	77,7	3,6	0,0	0,0	0,0	100,0	20,5	79,5	11,5	0,0	0,0	0,0	100,0	

¹ Pour le Malawi et le Nigéria, fin 2001. Pour le Swaziland, fin 2003. ² Pour le Nigéria, fin 2004. ³ Fin 2012 ou dernières données disponibles. Pour l'Algérie, les dates sont provisoires. ⁴ Banques nationales. ⁵ Banques étrangères. ⁶ Dont banques panafricaines. ⁷ République démocratique du Congo.

Sources : Questionnaire BRI sur le rôle des banques centrales d'Afrique dans la stabilité macroéconomique et financière, mai 2013 ; calculs BRI.

Principaux pays africains : crédit bancaire au secteur privé

Expansion annuelle, en % ; moyenne sur la période

Tableau A3

	Avant la crise	Pendant la crise	Après la crise
	Janvier 05–septembre 08	Octobre 08–avril 09 ¹	Mai 09 – derniers chiffres
<i>Pays émergents</i>			
Afrique du Sud	20,8	11,4	4,8
Algérie	20,5	14,5	13,5
Égypte	8,8	11,9	4,6
Maroc	17,7	21,4	9,3
Tunisie	8,8	14,8	13,9
<i>Pays en décollage</i>			
Angola	72,4	64,8	38,6
Ghana	44,9	48,6	24,6
Kenya	15,7	25,5	20,7
Maurice	13,6	24,1	10,5
Mozambique	27,5	54,3	27,9
Nigéria	53,0	53,6	2,0
Ouganda	25,6	46,1	26,3
Sénégal	14,3	15,7	11,2
Tanzanie	33,7	24,5	21,2
Zambie	40,4	48,8	16,9
<i>Pays en démarrage financier</i>			
Botswana	18,5	27,0	15,4
Cameroun	7,1	19,3	16,3
Cap-Vert	21,5	26,3	10,9
Congo (Rép. dém. du)	77,8	130,7	28,6
Éthiopie	31,3	36,0	...
Lesotho	29,6	23,9	23,2
Madagascar	24,6	22,4	7,3
Malawi	37,8	100,0	44,3
Namibie	14,5	10,7	11,2
Seychelles	14,9	29,0	11,3
Swaziland	24,9	4,9	10,8

¹ Pour l'Éthiopie, jusqu'en décembre 2008.

Source : FMI, *Statistiques financières internationales*.

Bibliographie

Ahokposi, C. (2013) : « Determinants of bank interest margins in sub-Saharan Africa », *IMF Working Paper*, WP/13/34, janvier.

Banque des Règlements internationaux (2011a) : « Central bank governance and financial stability », rapport établi par un groupe d'étude sous la présidence de Stefan Ingves, Gouverneur de la Banque de Suède, mai.

——— (2011b) : « Banques centrales d'Afrique : perspectives dans un monde en mutation », *BIS Paper*, n° 6, 2011.

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2012) : *Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace*, Bâle, septembre.

Beck, T., S. Maimbo, I. Faye et T. Triki (2011) : « Financing Africa – through the crisis and beyond », Banque mondiale et Ministère fédéral de la coopération et du développement économiques.

Calderon, A. et R. Casilda (2000) : « The Spanish banks' strategies in Latin America », *Cepal Review*, n° 70, avril.

Christensen, B. (2011) : « Les mécanismes de transmission de la politique monétaire en Afrique ont-ils changé ? », *BIS Papers*, n° 56, www.bis.org/publ/bppdf/bispap56.htm.

Davoodi, H., S. Dixit et G. Pinter (2013) : « Monetary transmission mechanisms in the East African Community: an empirical investigation », *IMF Working Paper*, WP/13/39, février.

D'Hulster, K. (2011) : « Cross border banking supervision », *World Bank Policy Research Working Paper*, n° 5871.

FMI (2012) : « Perspectives de l'économie mondiale », octobre.

——— (2012b) : « The East African Community after ten years – Deepening Integration ».

——— (2012c) : « The East African Community – Main themes and lessons from Financial Sector Assessment Programs for Burundi, Kenya, Rwanda, Tanzania, and Uganda », étude non publiée.

——— (2011) : « Perspectives économiques régionales, Afrique subsaharienne », avril.

——— (2012d) : « Perspectives économiques régionales, Afrique subsaharienne », avril.

——— (2012e) : « Perspectives économiques régionales, Afrique subsaharienne », octobre.

Inutu, L. et K. Chung (2010) : « The cross border expansion of African LFCIs », septembre 2010, Banque africaine de développement, www.afdb.org.

Mihaljek, D. (2009) : « The financial stability implications of increased capital flows for emerging market economies », *BIS Papers*, n° 44, janvier, www.bis.org/publ/bppdf/bispap44b.pdf.

Sanya, S. et M. Gaertner (2012) : « Assessing bank competition within the East African Community », *IMF Working Paper*, WP/12/32.

Sebastián, M. et C. Hernansanz (2000) : « The Spanish banks' strategy in Latin America », Société Universitaire Européenne de Recherches Financières, Vienne.

Turner, P. (2009) : « Central banks, liquidity and the banking crisis », dans S. Griffith-Jones, J. Ocampo et J. Stiglitz (eds), *Time for a Visible Hand*, Oxford.

Banque mondiale (2011) : « Scaling-up regional financial integration in the EAC », *World Bank Africa Trade Policy Notes, Note #22*, juillet.

——— (2012) : « African financial sectors and the European debt crisis: will trouble blow across the Sahara? », *Financial Sector Policy Note*, janvier.

Émissions de dette publique : questions pouvant intéresser les banques centrales

Stephen Vajs¹

Introduction

Les marchés obligataires nationaux sont essentiels à l'économie et au système financier, et ce pour de nombreuses raisons. Premièrement, les titres de dette souveraine émis par la banque centrale ou par l'administration centrale jouent un rôle majeur dans le développement d'un marché de la dette². Ils sont généralement plus sûrs que les instruments de dette émis par le secteur privé. Deuxièmement, le rendement de la dette souveraine sert de niveau de référence pour la détermination des prix de tous les autres instruments de dette du marché, par l'ajout des primes de risque, de liquidité et d'échéance adéquates au taux d'intérêt sous-jacent. Troisièmement, les titres de haute qualité contribuent au développement des marchés en faisant office de sûretés couvrant les transactions financières. Enfin, un marché obligataire national bien développé permet à l'État de financer son déficit budgétaire sans engendrer d'inflation.

Les banques centrales ont tout intérêt à développer les marchés obligataires. Toutefois, la nette distinction qui est faite sur le plan théorique, en économie, entre la gestion de la dette et la politique monétaire est bien moins tranchée qu'il n'y paraît dans la pratique des États en matière budgétaire. Le recours de l'État à l'emprunt peut limiter les options et les résultats de la politique monétaire. De même, la dette émise par la banque centrale pour mener à bien sa politique monétaire peut avoir des répercussions sur le marché des obligations d'État. Elle peut aussi avoir des conséquences pour la stabilité financière. Les décisions prises par l'État quant au choix de la monnaie d'émission et de l'échéance de sa dette ont eu une forte incidence sur le développement des marchés de titres de dette en monnaie locale. Comme le note la BRI (2007), les émissions de ce type étaient motivées, autrefois, par des circonstances particulières, sans s'accompagner d'une réflexion sur les conséquences possibles de cette approche sur la stabilité financière (ou sur les finances publiques à moyen terme). Depuis quelques années, cependant, les États adoptent une démarche de gestion de leur dette davantage fondée sur des principes. Cette démarche consiste notamment à éviter d'affaiblir le contrôle macroéconomique par des politiques d'émission inadaptées. Une attention accrue a

¹ Retraité du Trésor américain et désormais consultant international en dette souveraine et en gestion de trésorerie. Les travaux de recherche statistiques ont été assurés avec talent par Tracy Chan et Matina Negka sous la direction de Ken Miyajima. Je tiens à remercier Sonja Fritz pour son soutien dans tous les aspects du projet ainsi que Madhusudan Mohanty pour ses interventions aussi nombreuses qu'utiles.

² Ce principe était déjà reconnu en 1789, lorsque le premier secrétaire au Trésor américain, Alexander Hamilton, a décidé de créer une dette nationale en regroupant les emprunts des différents États de la nouvelle nation pour y favoriser le commerce.

été portée aux bilans, et des efforts ont été faits pour quantifier les expositions aux risques³.

La présente note s'intéresse au rôle que peuvent jouer les banques centrales dans le soutien et le développement des marchés de la dette, et elle décrit comment la politique menée par la banque centrale peut appuyer ou entraver les opérations du gouvernement en matière budgétaire et de gestion de la dette. Elle présente brièvement l'évolution des marchés obligataires en Afrique et met ensuite l'accent sur trois aspects du rôle de la banque centrale en matière de gestion de la dette souveraine : i) la gestion de la dette de l'État ; ii) l'émission de titres ; iii) la promotion des marchés de la dette. Les effets sur la politique monétaire et les marchés financiers locaux seront abordés. La banque centrale est un choix naturel pour assurer cette fonction en raison de ses liens avec le secteur financier. Elle peut conseiller le gouvernement sur la solidité des marchés locaux et leur capacité à absorber la dette publique. Pour promouvoir la stabilité du marché, elle peut utiliser son propre bilan. Cette possibilité revêt une importance particulière dans les économies émergentes, où les marchés sont souvent peu développés, et donc étroits et instables.

1. Les marchés obligataires nationaux en Afrique

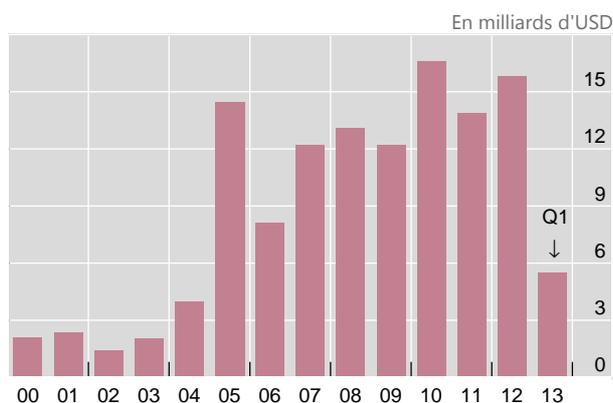
Bien que les marchés obligataires nationaux soient relativement récents en Afrique, par rapport aux autres régions émergentes, ils s'y développent très rapidement. Comme l'illustre le cadre de gauche du graphique 1, l'émission d'obligations libellées en monnaies subsahariennes tous secteurs confondus a bien résisté pendant la crise financière mondiale qui a éclaté en 2008. Cette année, dans les économies d'Afrique subsaharienne, les émissions obligataires ont atteint un niveau record pour un premier trimestre. Comme le montre le cadre de droite du graphique 1, l'Afrique du Sud, qui a le plus grand marché obligataire de la région, a vu l'encours de sa dette passer de 45 % du PIB en 2006 à 51 % en 2010. Les segments des obligations d'État et des obligations d'entreprise y sont tous deux en progression. Dans les autres économies subsahariennes, le marché des obligations d'entreprise a connu une expansion importante, même s'il reste d'une taille modeste par rapport au marché des obligations d'État.

Des données relatives aux encours par pays sont disponibles pour les obligations négociables de l'administration centrale. Comme le montre le tableau A de l'annexe, l'Afrique du Sud, qui représente un encours de 51 milliards d'euros à fin 2010, est de loin le plus grand marché du continent. Il devance le Maroc (25 milliards d'euros), le Nigéria (13 milliards d'euros), l'Angola (10 milliards d'euros) et le Kenya (6 milliards d'euros)⁴. Bien que de taille relativement modeste, les marchés de Tanzanie, d'Ouganda et de Zambie se développent rapidement.

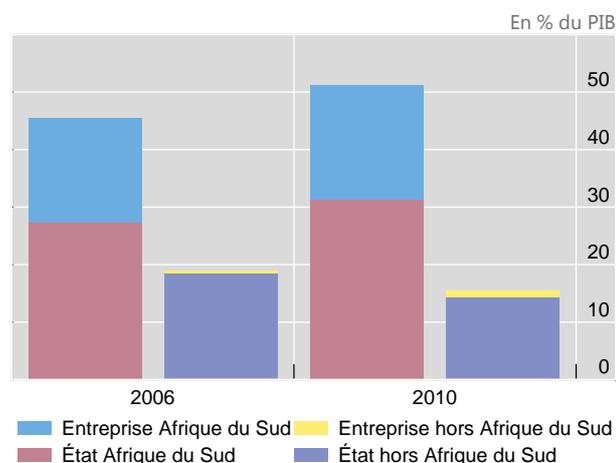
³ Voir BRI (2007).

⁴ Données de 2009 pour l'Angola et de 2008 pour le Nigéria.

Émissions en monnaies subsahariennes



Encours



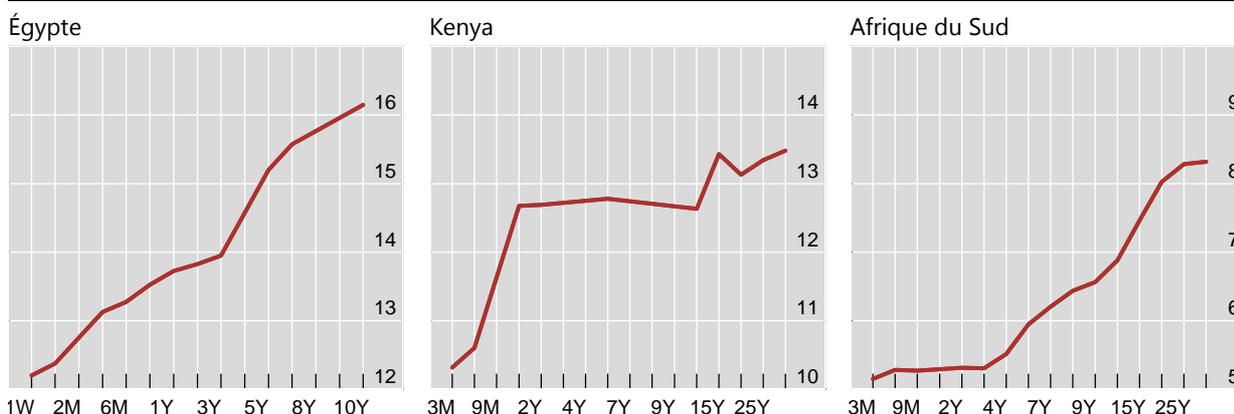
Sources : Mu *et al.* (2013) ; Bloomberg.

Plusieurs économies africaines ont émis des obligations à long terme. Les résultats de l'enquête préalable à la réunion, synthétisés dans le tableau B de l'annexe, montrent que nombre de pays émettent des obligations assorties d'échéances pouvant aller jusqu'à cinq ans et que certains ont émis des titres d'une durée de 10 ans ou plus. Le Maroc a émis des obligations pour des échéances allant jusqu'à 30 ans, le Nigéria jusqu'à 20 ans et l'Algérie et la Zambie jusqu'à 15 ans. Selon des informations communiquées par Bloomberg, le segment 20-30 ans de la courbe des rendements se négocie au Kenya et en Afrique du Sud (graphique 2). Bien que des informations complémentaires soient nécessaires pour évaluer la longueur et la solidité de la courbe des rendements de référence, les données recueillies laissent supposer que ces marchés obligataires sont probablement en expansion.

Courbe des rendements des obligations d'État, sur leur propre marché intérieur¹

En %

Graphique 2



¹ Au 25 mars 2013

Source : Bloomberg.

Les investisseurs étrangers montrent depuis peu un intérêt croissant pour les marchés obligataires africains. Des données compilées par l'OCDE montrent que la part de la dette publique détenue par des investisseurs étrangers n'est significative qu'en Afrique du Sud. Cependant, si l'on observe les positions extérieures globales, on constate qu'en 2011, des investisseurs étrangers détenaient des titres de dette des Seychelles et de l'Afrique du Sud à hauteur d'environ 10 % du PIB de chacun de ces pays. Pour le Ghana, l'île Maurice, le Swaziland et la Tunisie, cette proportion était d'environ 5 %. La dette à long terme représente la part la plus importante de ces avoirs. Par ailleurs, les afflux mensuels vers les fonds communs de placement spécialisés dans les obligations africaines montrent que les investisseurs mondiaux sont de plus en plus attirés par cette catégorie d'actif.

De nombreuses contraintes potentielles continuent de peser sur le développement des marchés obligataires intérieurs. Cassimon et Esser (2012) ont répertorié trois grands défis à relever par l'Afrique. Une politique monétaire crédible à long terme, tout d'abord, est nécessaire pour inciter les investisseurs à acquérir des obligations à taux fixe à long terme. Ensuite, il convient de diversifier la base d'investisseurs en attirant des investisseurs institutionnels pour améliorer le niveau de développement et la liquidité du marché. Enfin, les autorités africaines doivent résoudre de nombreux problèmes d'infrastructures qui constituent un frein au développement des marchés obligataires. Face à chacun de ces défis, les banques centrales peuvent jouer un rôle essentiel, comme gestionnaires et émettrices de dette publique.

2. La banque centrale, gestionnaire de la dette publique

Le bon fonctionnement des marchés de la dette est essentiel pour la politique monétaire. La banque centrale, qui agit souvent en qualité d'agent financier de l'État, contribue ainsi à l'efficacité des marchés. Les relations entre l'État et la banque centrale sont généralement régies par une convention d'agent financier. En sa qualité d'agent, la banque centrale suit les instructions du donneur d'ordre et, par conséquent, elle n'a aucune autorité propre sur la gestion de la dette souveraine. À l'inverse, si la banque centrale agit en qualité de gestionnaire de la dette, elle est impliquée plus directement dans les décisions relatives au coût et à la structure par échéance de la dette publique.

Gestion de la dette et politique monétaire

Quel que soit le modèle retenu, des sources possibles de conflits existent. Il revient aux banques centrales d'assurer la stabilisation macroéconomique (stabilité des prix) tandis que les gestionnaires de la dette sont généralement mandatés pour maintenir les coûts de financement de l'État au minimum. Les gestionnaires de la dette publique évaluent les arbitrages à opérer et les risques liés aux différentes possibilités de financement des emprunts de l'État. Bien que la gestion de la dette souveraine repose principalement sur des mesures de politique budgétaire, elle peut avoir des conséquences sur la politique monétaire. Prenons une simple équation comptable relative au budget de l'État représentant le solde budgétaire, dont les termes sont les suivants (le temps est représenté par la lettre t en indice) :

$$D_t = \text{déficit budgétaire}$$

O_t = encours des obligations d'État (échéance supérieure à un an)

BT_t = encours des bons du Trésor (échéance inférieure à un an)

M_t = base monétaire

La représentation la plus simple du financement de l'État est donnée dans le tableau 1 ci-après. La politique monétaire a trait à la détermination de l'offre de base monétaire.

La contrainte budgétaire de l'État et les liens entre politique budgétaire, gestion de la dette et politique monétaire

Tableau 1

Politique budgétaire		Gestion de la dette		Gestion de la dette ou politique monétaire ?		Politique monétaire
D_t	=	$[O_t - O_{t-1}]$	+	$[BT_t - BT_{t-1}]$	+	$[M_t - M_{t-1}]$

L'échéance des obligations d'État à long terme est du domaine de la gestion de la dette. En revanche, les décisions relatives à l'émission de bons du Trésor relèvent pour partie de la gestion de la dette et pour partie de la politique monétaire⁵. Plus les bons du Trésor ont une échéance courte, plus ils s'apparentent à de la « monnaie ». Plus généralement, la structure de la dette publique (échéance, monnaie de libellé) et ses détenteurs (banques, investisseurs institutionnels, non-résidents) auront une influence sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire⁶.

L'une des conséquences de la structure par échéance de la dette est son effet important sur la prime d'échéance, et donc sur le profil et la pente de sa courbe des rendements. Un excès de demande de titres à long terme (par rapport à l'offre) peut réduire la prime d'échéance, ce qui a pour effet d'aplatir la courbe des rendements ; à l'inverse, une offre excessive peut renchérir la prime d'échéance, accentuant ainsi la pente de la courbe. Ainsi, les conditions monétaires – et donc la demande agrégée – peuvent changer sans que les taux directeurs ne soient modifiés.

Une autre implication de l'échéance de la dette est son effet sur le crédit bancaire. Dans le mécanisme de transmission monétaire conventionnel, ce sont essentiellement les facteurs de la demande qui déterminent le crédit bancaire, de sorte que l'émission de dette à court terme ou les réserves bancaires jouent un rôle mineur sur le crédit. Dans ce cas, lorsque les banques augmentent leurs avoirs en obligations d'État, elles peuvent avoir un effet d'éviction sur le crédit au secteur privé.

Dans des conditions de marché imparfaites, toutefois, l'échéance de la dette peut influencer sur le comportement des banques dans leur activité de prêt. Il existe deux grands canaux de transmission permettant d'expliquer cette relation.

⁵ Par le passé, les autorités monétaires ont souvent exprimé leurs préoccupations quant aux effets de l'émission souveraine de bons du Trésor à très court terme sur l'orientation de la politique monétaire. Jusqu'au milieu des années 1990, par exemple, la Banque fédérale d'Allemagne estimait que l'État devait se financer uniquement en émettant des titres à moyen ou long terme. Une solution de compromis pour éviter d'éventuels conflits entre politiques dans ce domaine consiste non seulement à coordonner les nouvelles émissions et à échanger des informations à leur sujet, mais aussi à convenir d'un plafond sur les émissions de titres à court terme.

⁶ Voir Filardo *et al.* (2012).

Premièrement, les banques peuvent être confrontées à des difficultés de financement. Les titres à court terme émis par l'État ou par la banque centrale pourraient alors faire office de volants de liquidité (réserves bancaires potentielles), ce qui pourrait atténuer ces difficultés et renforcer la capacité des banques à prêter. Deuxièmement, ces actifs liquides peuvent permettre aux investisseurs de faire jouer facilement l'effet de levier sur leurs bilans. Les banques et autres investisseurs peuvent utiliser leurs avoirs en obligations pour se constituer des expositions plus risquées.

Coordination avec la gestion de la dette

Il est important d'assurer la coordination entre les gestionnaires de la dette publique et l'autorité monétaire, non seulement pour assurer le bon fonctionnement de divers mécanismes de transmission monétaire mais aussi au nom de la stabilité des systèmes monétaire et financier. L'un des aspects de cette coordination porte sur le portefeuille de la dette publique, qui doit être viable à long terme. La taille de la dette et l'échéancier des remboursements ne doivent pas grever le budget de l'État. Pour cette raison, il est demandé aux gestionnaires de la dette d'élaborer une stratégie de gestion de la dette à moyen terme assortie d'évaluations explicites des tensions économiques susceptibles d'avoir des conséquences sur le coût ou la négociabilité du portefeuille de la dette. En partageant ses évaluations des facteurs exogènes et endogènes probables, ainsi que des risques associés, la banque centrale peut aider l'administration centrale à mettre au point une stratégie de gestion de la dette.

La dette publique doit être structurée de façon à ne pas amplifier les conséquences macroéconomiques ou financières de chocs frappant les marchés. Ces chocs peuvent être : un effondrement du taux de change ; une forte hausse des taux d'intérêt intérieurs à court terme ; une perte temporaire de l'accès aux marchés. Cela implique de limiter le recours à la dette libellée en devises, même si celle-ci porte un coupon inférieur. Cela implique également d'éviter de trop se reposer trop sur la dette à court terme.

Permettre à une part trop importante de la dette d'arriver à échéance au même moment peut être source de perturbations sur les marchés du fait de leur incapacité à absorber ou acquérir suffisamment de dette pour rembourser les émissions arrivant à échéance. Un pays dont le profil d'endettement est trop concentré peut se trouver confronté à de fortes pressions sur les marchés au moment de renouveler sa dette.

En raison des liens qu'elle entretient avec les marchés locaux, la banque centrale peut être source d'informations sur leur capacité à absorber de la dette. Elle peut mesurer la capacité du marché intérieur à acquérir des titres de dette à différentes échéances. Si elle est à même d'estimer le volume et les flux mensuels des fonds pouvant être investis, il lui est possible d'évaluer dans quelle mesure l'acquisition potentielle de dette souveraine par des investisseurs suivant une stratégie de placement à long terme (fonds de pension ou compagnies d'assurance, par exemple) influencera les adjudications de dette⁷.

⁷ Dans les économies avancées, il est courant de réaliser de telles analyses sur les marchés des titres à revenu fixe. Les estimations hebdomadaires des ressources pouvant être investies et des fonds

Un autre aspect de la coordination concerne la gestion des soldes de trésorerie de l'État. La coordination est nécessaire pour éviter toute incompatibilité entre la gestion de la dette et des liquidités opérée par le Trésor et les opérations d'*open market* de la banque centrale. Comment la banque centrale intègre-t-elle les émissions de dette à court terme de l'État dans ses estimations relatives aux réserves disponibles et au volume de liquidité en circulation dans l'économie ? L'État dispose de ces informations essentielles, qui figurent dans ses prévisions de trésorerie, et il conviendrait qu'il les communique à la banque centrale⁸.

Les opérations les plus importantes en matière de recettes et de dépenses sont celles qui transfèrent des fonds entre les comptes de l'État à la banque centrale et des comptes ouverts auprès de banques commerciales et qui modifient la position nette de l'État auprès de la banque centrale. Une prévision commune peut contribuer à aider la banque centrale à planifier ses mesures de politique monétaire ; des prévisions de trésorerie détaillées sont également utiles au gouvernement. La mise en place d'un réseau d'échange d'informations aux fins de consolider des données de sources différentes peut être un facteur d'amélioration de la gestion des liquidités et faire ressortir les insuffisances du système actuel.

De plus, un programme de gestion de la trésorerie efficace peut prévoir des interventions visant à maintenir les soldes de trésorerie dans une certaine fourchette de valeurs. Ces opérations – en supposant que les ressources de l'État soient déposées à la banque centrale – peuvent avoir tendance à neutraliser les effets de ces flux de recettes et de dépenses sur les réserves bancaires. En période d'excédent, lorsque l'économie est source de recettes pour l'État, le gestionnaire de la trésorerie peut placer les soldes sur des comptes bancaires rémunérés afin de faire fructifier les excédents de liquidités et d'étoffer les réserves du secteur bancaire. En période de pénurie de liquidités, lorsque d'importants flux de dépenses alimentent l'économie, le ministère des Finances peut émettre des bons du Trésor ou avoir recours à d'autres formes de crédit à court terme⁹ drainant les réserves du système bancaire. Ces mesures sont similaires aux choix qui seraient opérés par la banque centrale dans ses opérations d'*open market*. Les opérations de financement et de gestion de la liquidité menées par le ministère des Finances peuvent ainsi être perçues comme des chocs de liquidité auxquels la banque centrale doit faire face.

Des complications peuvent apparaître si les opérations de gestion de la trésorerie de l'État sont menées avec les mêmes intervenants de marché et avec des instruments comparables à ceux de la banque centrale. Une coordination étroite entre le ministère des Finances et la banque centrale sera requise. La banque centrale peut ainsi être amenée à limiter les émissions de ses propres titres à court terme, en particulier si les deux gestionnaires ont recours à des échéances similaires. Il serait judicieux que chaque partie informe l'autre de ses propres actions et recherche des solutions concertées lorsque les politiques semblent être en conflit.

disponibles pour renouvellement représentent une part importante des prévisions privées relatives aux fluctuations de taux d'intérêt.

⁸ L'idéal serait une estimation journalière. Toutefois, une telle fréquence est souvent jugée difficile à maintenir. Beaucoup de pays estiment que leurs capacités ne leur permettent pas de réaliser une estimation quotidienne et choisissent ainsi, dans le meilleur des cas, de réaliser une prévision hebdomadaire des soldes de trésorerie.

⁹ Par exemple, des petits pays ont eu recours à des lignes de crédit octroyées par des banques commerciales internationales ou régionales.

Un dernier aspect relatif à la coordination concerne la nécessité de limiter les effets monétaires néfastes des émissions, en particulier des titres à court terme. Une loi de finances annuelle constituera une première estimation du volume de dette publique supplémentaire qui peut être attendu sur le marché dans l'année à venir, mais elle donnera généralement assez peu d'informations sur le calendrier des émissions et sur leurs échéances effectives. Les activités de financement de l'État auront des effets sur les réserves bancaires, les taux d'intérêt et la négociabilité des autres titres. La banque centrale devra rester en liaison et entretenir une coopération efficace avec le gouvernement sur toute la durée du cycle du budget.

Quelles sont les options possibles pour la banque centrale si, malgré la coordination mise en place, les émissions de titres de dette d'État entrent en conflit avec les mesures de politique monétaire ? Le calendrier et les montants des émissions de titres d'État ne coïncideront pas toujours avec les besoins de la politique d'*open market* de la banque centrale. L'État peut avoir besoin d'émettre des titres alors que le marché manque déjà de liquidités. La banque centrale doit alors choisir dans quelle mesure elle fournira des liquidités supplémentaires au marché pour satisfaire les besoins de l'État. Dans le cadre de la coordination mise en place, l'émetteur doit, au minimum, informer la banque centrale de ses intentions avant de lancer son émission. Si la banque centrale estime qu'il est préférable d'ajuster le calendrier et les montants des emprunts pour une meilleure adaptation aux conditions du marché, elle devrait en informer l'émetteur.

3. La banque centrale, émettrice de dette

Ces dernières années, les banques centrales des pays émergents ont été nombreuses à émettre leurs propres titres. L'analyse des réponses des banques centrales africaines au questionnaire qui leur a été adressé (voir le tableau C de l'annexe) révèle que nombre d'entre elles émettent des titres pour le compte de l'État ou pour leur propre compte. Les émissions de titres des banques centrales influent directement sur les réserves bancaires, la liquidité des marchés et la courbe des rendements des emprunts souverains.

Les banques centrales peuvent choisir d'émettre leurs propres titres pour diverses raisons. Une première raison est la possibilité de neutraliser les effets d'autres opérations sur la liquidité, par exemple l'achat de réserves de change. Elles peuvent être fortement incitées à émettre de la dette à court terme car il s'agit souvent de la partie la plus liquide de la courbe des rendements, ce qui réduit leur exposition aux coûts de portage et au risque de taux d'intérêt. Une deuxième raison est l'indépendance et la souplesse opérationnelles que l'émission de titres propres peut procurer aux banques centrales lorsqu'elles sont confrontées à des chocs de liquidité. Leur dépendance vis-à-vis du gouvernement dans la conduite de leurs opérations de politique monétaire peut s'en trouver grandement réduite.

Toutefois, lorsque la banque centrale et le ministère des Finances émettent tous deux des titres à court terme, il convient de coordonner leurs émissions. Cette coordination peut sembler plus simple si la banque centrale agit en qualité d'agent du gouvernement et pour son compte propre pour les opérations d'*open market*. Il s'avère que cette solution a donné lieu, dans certains pays, à des conflits entre les différentes missions de la banque centrale. Il est difficile pour une institution de mettre en œuvre une politique cohérente lorsqu'elle doit choisir entre les objectifs parfois contradictoires de la gestion de la dette et de la politique monétaire. Il peut

être utile que la banque centrale indique clairement au marché si elle agit pour le compte du gouvernement ou si elle cherche à influencer sur les conditions du marché monétaire dans le cadre de sa politique monétaire.

Lorsque des instruments de dette, en particulier des titres à court terme, sont émis simultanément par la banque centrale et par le gouvernement, la croissance des marchés et la politique monétaire s'en ressentent-elles^{10, 11}? Il peut arriver que le cumul des émissions des deux parties sature le marché local. La capacité des économies émergentes à absorber les titres de dette est en général très limitée en raison du faible niveau de l'épargne personnelle et de la taille restreinte des marchés. Chaque partie doit tenir compte de ce que fait l'autre.

De plus, si la banque centrale et le gouvernement émettent en simultané des titres de même durée, comment le marché devrait-il interpréter un éventuel écart de rendement entre les deux ? Les émetteurs sont, l'un comme l'autre, supposés sans risques. L'écart de rendement est-il dû à des préoccupations liées à la liquidité ? La réaction du marché signifie-t-elle quelque chose au sujet des deux institutions ? L'écart peut-il être attribué aux légères différences de dates d'émission ? Le problème tient au fait qu'un écart entre deux émissions de dette en apparence équivalentes peut avoir des conséquences sur les futures adjudications des deux catégories de titres.

De même, lorsqu'une entité – en général, la banque centrale agissant en qualité d'agent financier – émet des effets à des fins **à la fois** de liquidité **et** de gestion de la trésorerie, elle peut semer le doute dans l'esprit des investisseurs quant à la situation des Finances publiques. À moins que la finalité de chaque émission – liquidité ou gestion de la trésorerie – ne soit clairement communiquée au marché lors de l'annonce relative à l'émission, les acquéreurs de titres peuvent mal interpréter le sens de l'émission et cela peut perturber l'adjudication. Par exemple, des efforts visant à drainer un important volume de liquidités pourraient être interprétés comme une aggravation à court terme de la situation budgétaire de l'État.

Parce qu'il est courant que les banques centrales émettent des titres à court terme à des fins de politique monétaire, il y a lieu de prêter attention aux questions pratiques relatives aux marchés de la dette et aux titres de banque centrale. L'émission à des fins de politique monétaire restreint-elle la capacité du marché de la dette à court terme à absorber les titres émis par le ministère des Finances ? Dans bon nombre d'économies avancées, la solution retenue consiste à laisser le ministère des Finances ou le bureau de gestion de la dette émettre des titres aux durées correspondant aux besoins de la gestion de ses déficits et de ses soldes de trésorerie. La banque centrale acquiert un portefeuille de titres du Trésor sur le marché et réalise ses opérations d'*open market* à partir des avoirs qu'elle détient dans son portefeuille. Cette solution présente l'avantage d'être claire : le marché sait que le gouvernement, lorsqu'il émet des titres de dette, le fait à des fins budgétaires et que l'activité de la banque centrale ne sort pas du cadre de la politique monétaire. Le problème des économies émergentes est l'absence de marché

¹⁰ Voir la liste présentée dans le tableau B de l'annexe.

¹¹ Selon l'OCDE, en Angola, au Maroc, en Mauritanie, au Nigéria, en Zambie et dans l'Union économique et monétaire ouest-africaine (UEMOA), les titres de dette sont émis à la fois par la banque centrale et par le ministère des Finances ou par le bureau de gestion de la dette (OCDE (2012)).

secondaire solide. Si le marché secondaire ne remplit pas ses fonctions, la banque centrale a-t-elle les moyens d'atteindre ses objectifs de politique monétaire sans émettre sa propre dette, c'est-à-dire au moyen d'opérations d'*open market* utilisant des titres émis par l'État ?

Un autre sujet de préoccupation est le choix de la durée des titres de banque centrale. Dans la mesure où l'émission de titres à court terme est liée aux volumes des flux de réserves à destination ou en provenance du secteur bancaire local, la durée des titres doit avoir un rapport avec la durée supposée des événements de liquidité. Au moment de fixer les échéances, il convient de tenir compte également des besoins des acheteurs. Pour les sociétés cotées détenant de la dette souveraine, les banques en particulier, les cycles comptables peuvent avoir un impact sur la demande d'actifs de qualité. Cela est particulièrement vrai en fin de trimestre ou en fin d'année, lorsque les portefeuilles sont restructurés de façon à améliorer l'apparence des états financiers, ainsi qu'au cours de la transmission ou la constitution de situations financières à l'intention de la banque centrale. Les choix opérés en termes de durées devraient s'accorder avec la durée attendue des événements de liquidité et les cycles comptables utilisés par les acheteurs de titres de dette.

Des opérations régulières et prévisibles peuvent-elles faciliter les choses ? Certains emprunteurs souverains ont une approche opportuniste du marché : ils émettent des titres uniquement lorsqu'ils ont besoin de ressources et leurs émissions sont ciblées de façon à exploiter les échéances les plus rentables sur la courbe des rendements, c'est-à-dire à des taux d'intérêt qui leur sont favorables. Une telle stratégie peut finir par se retourner contre eux. Une plus grande prévisibilité (et un moindre opportunisme) aideraient les acheteurs et les intermédiaires (les spécialistes en valeurs du Trésor, par exemple) à mieux anticiper les opérations à venir et à prendre les dispositions nécessaires pour les réaliser. Les acheteurs seraient ainsi plus nombreux que si l'émetteur persistait à surprendre le marché avec des opérations non programmées.

4. La banque centrale et le développement des marchés obligataires

L'utilisation de l'ensemble des outils de politique monétaire suppose l'existence d'un marché secondaire actif, liquide et profond, lequel, dépend de nombreux facteurs, notamment un marché primaire bien développé, une base d'investisseurs diversifiée et une infrastructure de marché moderne. Par ailleurs, le recours à des taux d'intérêt fixés par le marché est essentiel. Il est toutefois courant, dans beaucoup de pays en développement, de restreindre sévèrement la fixation des prix sur les marchés des titres publics en instaurant des restrictions d'accès (aux étrangers, par exemple), en imposant des obligations d'investissement aux établissements financiers locaux ou en refusant les offres dont le taux d'intérêt se situe en dehors d'une fourchette de valeurs prédéterminées.

Une question essentielle est de savoir dans quelle mesure la banque centrale devrait prendre part au développement des marchés de la dette. Dans le cas le plus simple, lorsque la banque centrale a un objectif unique (la stabilité des prix), elle fixe le taux au jour le jour (ou taux à très court terme) en fonction des conditions macroéconomiques. Il revient alors au marché de déterminer les taux à plus long

terme, sans intervention de la banque centrale. Nombreux sont ceux qui estiment qu'il est préférable de ne pas influencer les taux du marché car ceux-ci fournissent des informations utiles sur les anticipations des marchés et sur les effets perçus des changements d'orientation de la politique. En revanche, les banques centrales peuvent avoir un intérêt particulier pour le développement des marchés de la dette et, compte tenu de leur connaissance des marchés, elles peuvent être les mieux à même d'assumer cette responsabilité. Il convient donc de maintenir un équilibre entre le marché et les perspectives de développement.

Le développement de systèmes d'adjudication garantissant un prix juste

Il existe un domaine dans lequel les banques centrales peuvent jouer un rôle essentiel : le développement d'un réseau de spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) contribuant à garantir la réussite des émissions sur le marché primaire et la liquidité des marchés secondaires. Bien que les SVT aient pour principale vocation d'assumer le rôle de teneurs de marché, ils peuvent être contraints de conserver des titres lorsque le marché ne comporte qu'une faible base d'investisseurs. Compte tenu des risques et des avantages inhérents à l'existence d'un réseau de SVT, il existe des arguments de poids en faveur de ce que la banque centrale, grâce à sa bonne connaissance des marchés locaux, pilote la mise en place de ce réseau. La banque centrale peut parfois se prévaloir d'une meilleure connaissance des moyens qui permettent d'encourager une participation réelle des établissements financiers aux ventes de titres. Les SVT pourraient alors être chargés d'apporter leur soutien à l'adjudication de titres de dette souveraine et aux opérations d'*open market*. En retour, ils pourraient obtenir certains privilèges, tels que l'accès aux liquidités de la banque centrale.

Un autre aspect important du développement des marchés est la mise en place d'un système garantissant une détermination juste des prix. Un marché des adjudications dont le fonctionnement n'est pas entravé peut jouer un rôle déterminant dans la fixation des prix sur les marchés locaux. Quels sont les critères qui peuvent conduire la banque centrale ou l'État à préférer l'adjudication à prix multiples ou l'adjudication à prix uniforme (dite à la hollandaise) ? Jusqu'aux années 1990, le Trésor américain émettait ses titres par le biais d'adjudications à prix multiples. Il est ensuite passé à un système d'adjudication à prix uniforme pour encourager la soumission d'offres plus offensives.

Sur les marchés développés procédant à des émissions de titres par adjudication, les adjudications à prix uniforme sont perçues comme avantageuses pour l'État car elles incitent les intervenants de marché à soumettre des offres plus offensives et abaissent les coûts de financement pour l'emprunteur. Cet avantage, toutefois, n'est pas systématique lorsque les adjudications concernent des marchés étroits, qui comportent un petit nombre de soumissionnaires, comme c'est le cas pour beaucoup de pays émergents. Sur les marchés étroits, les offres marginales peuvent provoquer une plus grande volatilité des prix d'une adjudication à l'autre dans le cadre d'un régime à prix uniforme. C'est d'autant plus vrai lorsque les taux de couverture de l'adjudication se situent autour de un¹².

¹² Cet effet est plus prononcé pour les adjudications à prix uniforme que pour les adjudications à prix multiples étant donné que dans le premier cas, la dernière offre acceptée détermine le prix de

L'avantage de l'adjudication à prix multiples, pour le vendeur, réside dans le complément de ressources qu'il obtient en acceptant les offres auxquelles il aurait renoncé s'il avait procédé à une adjudication à prix uniforme¹³. Dans le cadre des adjudications à prix multiples, un deuxième aspect indésirable entre en jeu : en s'acquittant d'un prix plus élevé que nécessaire, les soumissionnaires retenus sont victimes du paradoxe dit de « l'infortune du dernier enchérisseur », c'est-à-dire que si une soumission a été acceptée, c'est que l'investisseur a acquis ses actifs pour un prix supérieur à leur valeur. La réaction logique de tous les soumissionnaires à des adjudications de ce type consiste à soumettre des offres moins élevées en y incluant une prime de risque. Après plusieurs expériences de ce type, toutes les parties choisissent généralement d'opter pour une approche plus prudente. Cela a pour effet d'abaisser le niveau de l'ensemble des offres et d'accroître les coûts de financement pour l'État.

Comment peut-on, sur des marchés étroits et de petite dimension, éviter que des participants n'abusent de leur position vis-à-vis du système¹⁴ ? Comme le montre le tableau D de l'annexe, il existe des systèmes d'adjudication très différents en Afrique. Les marchés en développement sont nombreux à ne compter qu'un nombre restreint de banques ou d'autres établissements financiers actifs sur le marché des titres de dette souveraine. Compte tenu du petit nombre de spécialistes en valeurs du Trésor désignés sur la plupart de ces marchés, il existe toujours un risque de voir des collusions entre enchérisseurs influencer sur le prix des offres et sur le cours du marché. De plus, sur des marchés aussi étroits, les prix peuvent être extrêmement volatils. Le choix de la technique des enchères à la criée se fonde sur l'hypothèse selon laquelle aucun soumissionnaire n'a suffisamment de poids sur le marché pour influencer les prix de marché ou les décisions des autres enchérisseurs. Dans les pays où le marché de la dette souveraine est encore jeune, cette hypothèse se vérifie rarement. Les enchères à la criée facilitent les ententes car elles permettent aux participants de savoir lequel d'entre eux a manqué à sa parole, favorisant ainsi la mise en place d'une discipline de groupe. L'utilisation d'offres secrètes affaiblit le pouvoir des arrangements collusoires car elle ne permet pas de voir immédiatement qui est sorti du rang. Lorsque le nombre de soumissionnaires atteint un certain seuil, même si certains courtiers négocient pour le compte d'autres enchérisseurs, le risque de comportement collusoire diminue.

Réduire l'ampleur des stratégies d'acquisition à long terme

La banque centrale a un rôle essentiel à jouer dans le développement du marché secondaire. Existe-t-il des pratiques commerciales ou institutionnelles qui entravent l'activité sur le marché secondaire ? Les banques centrales doivent trouver des moyens de collaborer avec les établissements financiers locaux qui manquent d'expérience ou ne sont pas habilités à négocier sur le marché secondaire. Sur nombre de marchés émergents, la stratégie des acquéreurs de titres de dette est majoritairement une stratégie d'achat à long terme. Il s'ensuit une faible activité sur

vente, lequel s'applique à tous les acquéreurs. Dans le deuxième cas, la dernière offre retenue sera plus avantageuse pour l'acheteur, mais elle n'influera pas sur le prix des premières offres acceptées.

¹³ Ce montant, ou « surplus du consommateur », correspond à la zone située sous la courbe de la demande dans le segment supérieur au prix d'équilibre du marché.

¹⁴ Voir Mohanty (2002) pour un examen des questions relatives à la liquidité sur les marchés émergents.

les marchés et des prix plus volatils que la normale. Cela freine les échanges, car le risque de prix augmente à mesure que la profondeur du marché se réduit. Diverses raisons expliquent pourquoi les intervenants de marché choisissent une stratégie d'acquisition à long terme. Certains, comme les compagnies d'assurances et les fonds de pension, font concorder les échéances des actifs avec les sorties de fonds prévues. Des restrictions en matière d'investissements, ainsi que des règles comptables, peuvent les décourager d'évaluer leur portefeuille au prix du marché. D'autres établissements financiers peuvent être limités par des politiques internes ou par un manque d'expérience. En pareille situation, les banques étrangères sont plus à même de disposer de la capacité en personnel, des outils et des motivations nécessaires pour devenir négociants de titres de dette souveraine. Cela confère un avantage aux banques étrangères actives sur le marché local. Parce qu'il est dans son intérêt qu'un marché secondaire viable se développe, la banque centrale peut être amenée à mettre en place une activité formatrice ou d'une autre nature visant à aider les établissements financiers locaux à prendre une part active à la négociation des titres de dette.

Des efforts ont été faits pour encourager le négoce de titres de dette souveraine et rendre ainsi le marché plus liquide. Tel qu'il apparaît dans les réponses de bon nombre de banques centrales d'Afrique à l'enquête, la plupart des pays ont choisi des entités financières pour assumer la fonction de spécialistes en valeurs du Trésor à la condition de jouer le rôle de teneurs de marché pour les titres d'État. Il ressort également de l'enquête que ces efforts sont plus difficiles à mener sur un marché où les titres sont majoritairement achetés pour être conservés. Certaines banques centrales achèteront des titres déjà émis lorsqu'ils auront déjà atteint un certain degré de maturité. Fixer un prix pour de telles opérations est difficile. Pour ce faire, la banque centrale pourra se référer aux cours en vigueur sur des marchés plus liquides, mais elle devra démontrer que l'instrument de dette qu'elle souhaite racheter est bien comparable au titre de référence. Ce processus peut aussi comporter un risque d'arbitrage.

Développer des produits de dette et la participation des investisseurs étrangers

Une dernière question est de savoir comment attirer les investisseurs en élaborant de nouveaux produits de dette. Lorsque les investisseurs doutent de la volonté des pouvoirs publics d'assurer la stabilité des prix, l'émission de titres indexés sur l'inflation peut renforcer la crédibilité de la politique de la banque centrale. Les résultats de l'enquête, synthétisés dans le tableau E de l'annexe, montrent que sur neuf pays d'Afrique pour lesquels on dispose d'informations, quatre émettent des titres indexés sur l'inflation.

Dans les pays qui ont connu une très forte inflation ces dernières années, l'émetteur doit proposer des conditions propres à rassurer les marchés quant aux risques futurs d'inflation. C'est lui qui assume le risque supplémentaire consistant à maintenir le pouvoir d'achat de l'actif. Il est également affirmé que le point mort d'inflation de ces titres indexés fournit une mesure des anticipations d'inflation. Cela suppose que le taux d'intérêt réel et le taux d'inflation anticipé soient les seules composantes du taux d'intérêt nominal, étant donné que la prime de risque d'inflation est éliminée par l'indexation. En revanche, si le marché des titres indexés est peu profond ou illiquide, le rendement comportera aussi une prime de liquidité. Cela peut rendre plus difficile la mesure des anticipations d'inflation par la méthode du point mort d'inflation.

Quelles sont les préoccupations liées à l'acquisition par des investisseurs étrangers de titres à long terme en monnaie locale ? Comment la banque centrale répond-elle aux demandes de ces acheteurs ? Si jusqu'en 2010 les détenteurs de la dette publique en Afrique étaient principalement des résidents, il y a quelques mois, plusieurs pays ont commencé à émettre des emprunts en monnaie étrangère. Ils ont constaté que les investisseurs, en quête de rendements, étaient au rendez-vous, dans un contexte de taux d'intérêt historiquement bas sur les principaux marchés du monde. Certains pays riches en ressources constatent désormais que leurs émissions en monnaie locale suscitent un intérêt croissant. Si cette tendance se maintient, ils seront confrontés à un afflux de devises, ce qui pourra entraver la politique monétaire et menacer la stabilité financière, en particulier en accroissant la volatilité du cours de change. Cependant, dans la mesure où il est possible de gérer cette poussée de volatilité par le biais d'instruments appropriés (interventions de change, par exemple), une base d'investisseurs élargie devrait induire une plus grande liquidité sur le marché.

5. Conclusion

La présente note a abordé un certain nombre de questions relatives à l'activité des banques centrales sur les marchés de la dette. La dette souveraine, qu'elle soit émise par la banque centrale ou par le ministère des Finances, est utile à l'économie car elle fait office d'actif sans risque sur les marchés financiers et crée une courbe des rendements facilitant la fixation des prix du marché. Et la distinction habituelle entre objectifs de gestion de la dette et objectifs de politique monétaire est moins pertinente aujourd'hui, car le volume et l'échéance de la dette souveraine ont des effets significatifs sur les taux d'intérêt à long terme et sur les conditions monétaires dans l'économie. Cette situation requiert une étroite coordination entre les responsables de la gestion de la dette et les autorités monétaires pour concevoir une structure de la dette appropriée qui remplisse le double objectif d'une réduction des coûts d'emprunt de l'État et d'une amélioration de la gestion des conditions monétaires.

De plus, lorsque les banques centrales émettent des titres pour leur propre compte, leurs opérations doivent être étroitement coordonnées avec celles de l'État. Les titres émis par l'État et par les banques centrales peuvent produire les mêmes effets sur les réserves du système bancaire, les courbes des rendements et, plus généralement, les conditions de marché. Pour cette raison, il est essentiel que ces deux entités coordonnent leurs interventions pour éviter tout conflit ou tout chevauchement. Enfin, les banques centrales pourraient jouer un rôle essentiel dans le développement des marchés, en instaurant une courbe des rendements de référence et en améliorant la liquidité des marchés. Toutefois, de telles interventions doivent être soigneusement étudiées de sorte qu'elles ne paralysent pas les incitations adressées au secteur privé et qu'elles ne détournent pas les banques centrales de leur objectif premier, la stabilité des prix.

Annexe

Détention de titres de dette par pays de résidence en Afrique

Encours de fin de période (en millions d'euros)

Tableau A

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Afrique du Sud	...	45 229	47 528	53 795	41 837	33 499	34 127	51 554
Résidents	...	42 887	44 922	50 164	38 538	30 153	29 856	43 808
Non-résidents	...	2 342	2 606	3 631	3 300	3 346	4 271	7 746
Angola	627	1 221	1 670	1 991	3 614	9 855	9 509	...
Résidents	627	1 221	1 670	1 969	3 614	9 855	9 509	...
Non-résidents	...	...	...	23	...	...	...	...
Cameroun	814	401	383	295	262	249	248	520
Résidents	814	401	383	295	262	249	248	456
Non-résidents	...	...	...	...	...	...	...	64
Gabon	...	...	...	...	...	104	83	...
Résidents	...	...	...	...	...	42	34	...
Non-résidents	...	...	...	...	...	61	49	...
Kenya	3 010	2 889	3 660	3 875	4 295	3 929	4 753	6 134
Résidents	2 915	2 851	3 584	3 820	4 284	3 903	4 729	6 105
Non-résidents	96	38	75	55	12	26	24	29
Madagascar	714	396	411	437	461	371	378	417
Résidents	714	396	411	437	461	371	378	417
Non-résidents	...	...	...	...	...	...	...	...
Malawi	376	418	492	363	446	...	...	...
Résidents	376	418	492	342	415	...	...	...
Non-résidents	...	...	...	22	31	...	...	...
Maurice	...	...	...	...	...	2 355	2 745	3 052
Résidents	...	...	...	...	...	2 348	2 739	3 049
Non-résidents	...	...	...	...	...	7	6	3
Maroc	17 842	19 104	23 058	23 334	22 857	22 468	22 794	24 870
Résidents	17 842	19 104	23 058	23 334	22 857	22 468	22 794	24 870
Non-résidents	...	...	...	...	...	...	...	...
Nigéria	7 696	7 552	9 995	10 472	12 622	12 644	...	...
Résidents	7 696	7 552	9 995	10 472	12 622	12 644	...	...
Non-résidents	...	...	...	...	...	...	...	...
Ouganda	498	580	801	830	1 117	990	971	1 568
Résidents	498	580	801	830	1 117	990	971	1 568
Non-résidents	...	...	...	...	...	...	...	...
Sierra Leone	100	112	146	147	145	173	170	156
Résidents	100	112	146	147	145	173	170	156
Non-résidents	...	...	...	...	...	...	...	...
Tanzanie	954	1 029	1 748	1 488	1 855	1 387	1 164	1 714
Résidents	954	1 029	1 748	1 488	1 855	1 387	1 164	1 714
Non-résidents	...	...	...	...	...	...	...	...
Tunisie	3 066	3 152	3 244	3 503	3 491	3 120	3 165	3 033
Résidents	3 066	3 152	3 244	3 503	3 491	3 120	3 164	3 032
Non-résidents	...	...	...	0,058	0,111	0,061	1	1
Zambie	775	680	1 286	1 154	1 360	1 169	1 429	1 564
Résidents	775	680	1 286	1 154	1 360	1 169	1 429	1 564
Non-résidents	...	...	...	...	...	...	...	...

Source : OCDE (2012).

Échéances des titres de dette en Afrique

Tableau B

Pays	Titres à court terme (en semaines)				Titres à moyen et long terme (en années)								
	13	26	39	52	2	3	4	5	7	10	15	20	30
Afrique du Sud													
Algérie	X	X			X			X	X		X		
Angola	X	X		X	X	X	X						
BCEAO ¹	X												
Égypte	X	X	X	X		X		X	X	X			
Lesotho	X	X	X	X		X		X	X	X			
Malawi	X	X		X	X	X	X						
Maurice	X	X	X	X		X		X		X	X		
Maroc	X	X		X	X			X		X	X	X	X
Nigéria	X	X		X		X		X	X	X		X	
Ouganda	X	X		X	X	X		X		X			
Seychelles			Divers										
Swaziland	X	X	X	X		X		X	X				
Tunisie	X	X		X	X			Divers			X		
Zambie	X	X	X	X	X	X		X	X	X	X		

Source : Réponses recueillies par la BRI dans le cadre de l'enquête auprès des participants, 2013.

¹ Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest (Bénin, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Guinée-Bissau, Mali, Niger, Sénégal et Togo).

Émetteurs de titres de dette publique en Afrique

Tableau C

Pays	Émetteur de titres		
	Banque centrale	Ministère des Finances	Bureau de gestion de la dette (Debt Management Office, DMO)
Afrique du Sud		X	
Algérie		X	
Angola	X	X	
Botswana	X		
Burundi	X		
Cameroun	X		
Égypte		X	
Gabon			X
Gambie	X		
Ghana	X		
Guinée	X		
Kenya	X		
Madagascar	X		
Malawi	X		
Mauritanie	X	X	
Maroc	X	X	
Mozambique		X	
Namibie	X		
Nigéria	X		X
Ouganda	X		
RDC ¹	X		
Rwanda	X		
Seychelles	X		
Sierra Leone		X	
Swaziland	X		
Tanzanie	X		
Tunisie		X	
Zambie	X	X	
UEMOA ²	X	X	

Source : OCDE (2012).

¹ République démocratique du Congo. ² Union économique et monétaire ouest-africaine (Bénin, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Guinée-Bissau, Mali, Niger, Sénégal et Togo).

Mécanismes d'adjudication en vigueur en Afrique

Tableau D

Pays	Adjudication	Règles d'adjudication					Autres enchérisseurs habituels ?	Dette émise par la banque centrale ?
		Limite de prix	Prix uniforme	Prix multiple	SVT			
Afrique du Sud	Oui, et par d'autres moyens	Oui	X			Oui	Quarantaine d'entités	Non
Algérie	X	Le Trésor accepte toutes les offres	X				13, dont compagnies d'assurance	Non
Angola	X	Titres à long terme, fixée par le ministère des Finances	X	X			22 banques, dont 6 nationales	Oui
BCEAO ¹	X	Taux maximal		X			Tous types	Oui
Égypte	X	Non		X	15		Banques et autres fonds	Non
Lesotho	X	Oui	X			Non	4-12, banques, assurances et autres	Oui
Malawi	X	Oui	X			Non	12 banques et 2 cie d'assurance	Oui
Maroc	X	Oui		X	6 banques		10 autres banques	Autorisée mais non pratiquée
Maurice	X	Non		X	12 banques		Autres entités financières	Non
Nigéria	X	Non		X	Oui, en tant que teneurs de marché		Maintes entités	Oui
Ouganda	X	Oui, mais indication informelle	X			Oui	Surtout des banques	Non
Seychelles	X	Par comité		X			7 banques et autres	Non
Swaziland	Oui, surtout	Oui		X		Oui	Banques	Non
Tunisie	X	Oui		X		Oui		
Zambie	Oui, surtout	Oui	X				Banques et éts financiers	Non

Source : Réponses recueillies par la BRI dans le cadre de l'enquête auprès des participants, 2013.

¹ Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest (Bénin, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Guinée-Bissau, Mali, Niger, Sénégal et Togo).

Titres indexés¹

Tableau E

Pays	Recours à des titres indexés		
	Titres indexés	Type	Source
Algérie	Pas d'informations		
Angola	Oui	Titres indexés sur l'inflation, titres indexés sur le change	OCDE
Botswana	Pas d'informations		
RDC ²	Pas d'informations		
Égypte	Pas d'informations		
Éthiopie	Pas d'informations		
Ghana	Pas d'informations		
Kenya	Pas d'informations		OCDE
Lesotho	Pas d'informations		
Malawi	Pas d'informations		OCDE
Maurice	Oui	Titres à 15 ans indexés sur l'inflation	OCDE
Maroc	Non		OCDE
Mozambique	Oui		OCDE
Nigéria	Pas d'informations		OCDE
Seychelles	Pas d'informations		
Afrique du Sud	Oui	Titres indexés sur l'inflation	OCDE
Swaziland	Pas d'informations		
Tanzanie	Non		OCDE
Tunisie	Non		OCDE
Ouganda	Non		OCDE
Zambie	Non		OCDE

¹ OCDE (2012).² République démocratique du Congo

Bibliographie

BRI (2007) : *Financial stability and local currency bond markets*, CGFS Papers, n° 28, juin, www.bis.org/publ/cgfs28.htm.

Cassimon, D. et D. Essers (2012) : *Washing away original sin: vulnerability to crisis and the role of local currency bonds in sub-Saharan Africa*, IOB Working Papers, Université d'Anvers, décembre.

Filardo, A., M. S. Mohanty et R. Moreno (2012) : *Central bank and government debt management: issues for monetary policy*, BIS Papers, n° 67, octobre, pp. 51–71, www.bis.org/publ/bppdf/bispap67.htm.

Mohanty, M. S. (2002) : *Improving liquidity in government bond markets: what can be done?*, BIS Papers, n° 11, juin, pp. 49–80.

Mu Y., P. Phelps et J. Stotsky (2013) : *Bond markets in Africa*, IMF Working Paper n° 13/12.

Organisation de coopération et de développement économiques (2012) : *African Central Government Debt 2012: Statistical Yearbook*, Éditions OCDE, Paris.

Objectifs et dispositifs de stabilité financière : dernières évolutions

Serge Jeanneau

Introduction

La crise financière mondiale a suscité un certain nombre d'interrogations sur le rôle des banques centrales en matière de stabilité financière. Toute modification de ce rôle peut avoir une incidence sur l'adéquation des dispositifs de gouvernance. Parmi les difficultés qui se posent, la toute première est de définir le mandat de stabilité financière ; une autre est de s'assurer que ce mandat est compatible avec la/les autre(s) mission(s) de la banque centrale ; une autre encore est de concevoir des structures opérationnelles permettant de s'en acquitter. La présente étude examine brièvement les questions relatives à la transposition, dans la législation, d'objectifs de stabilité financière et rend compte des changements apportés récemment aux dispositifs de stabilité financière dans lesquels les banques centrales ont un rôle.

1. La problématique des objectifs de stabilité financière

Le rapport (ci-après le « Rapport Ingves ») d'un groupe d'étude présidé par Stefan Ingves, gouverneur de la Banque centrale de Suède, constatait la nécessité accrue d'une responsabilisation s'agissant de stabilité financière, en même temps que l'importance particulière d'objectifs clairs à cet égard, ainsi que la difficulté de fixer de tels objectifs¹.

Les objectifs de stabilité financière sont difficiles à fixer pour trois raisons : la notion de stabilité financière nécessite elle-même d'être définie ; elle se traduit difficilement en objectifs quantifiables ; et sa nature multidimensionnelle peut donner lieu à des arbitrages. Les objectifs de stabilité financière sont donc bien plus difficiles à atteindre que les objectifs de stabilité des prix. Pour prendre l'exemple du ciblage de l'inflation, les objectifs de stabilité des prix se réfèrent habituellement à un niveau ou une fourchette de valeurs pour un indice spécifique (représentant un ensemble de prix significatif) et à un horizon temporel qui traduit l'attention portée à tel ou tel arbitrage (ne pas accroître inutilement la volatilité de l'économie réelle, par exemple). On exagère peut-être le contraste avec les objectifs de stabilité des prix, mais il reste qu'ériger la « stabilité financière » en objectif, sans plus la définir, laisse sans réponses des questions essentielles comme : quel est le degré de stabilité souhaité, pour quels éléments du fonctionnement du système financier, au prix de quelles autres dimensions de la responsabilité des banques centrales ?

¹ Banque des Règlements Internationaux, *Gouvernance de banque centrale et stabilité financière*, mai 2011 (rapport d'un groupe d'étude du Groupe sur la gouvernance des banques centrales)

1.1 Définir la stabilité financière

Définir la notion de « stabilité financière » avec une clarté suffisante pour orienter l'action des banques centrales et établir une structure de responsabilisation dans ce domaine n'est pas chose aisée. Le Rapport Ingves a recensé cinq types de définitions (parmi lesquelles, par exemple, le bon fonctionnement et la robustesse du système financier). Ces définitions mettent l'accent sur des aspects différents du fonctionnement de l'économie susceptibles d'être exposés à des défaillances des marchés ou à diverses externalités qui motiveraient une intervention des autorités. La stabilité financière a, en effet, un caractère multidimensionnel marqué.

1.2 Quantifier la stabilité financière

Si certaines des caractéristiques mises en avant dans les différentes définitions sont potentiellement quantifiables (proportion des services financiers ayant cessé de fonctionner, par exemple), la plupart ne le sont pas. Le problème de la quantification est peut-être surestimé par la comparaison avec les objectifs de stabilité des prix. Le concept de bien-être économique général est difficile à quantifier, et pourtant son équivalent est mentionné dans bon nombre de textes sur les objectifs de stabilité des prix. Par ailleurs, très peu d'objectifs de stabilité des prix énoncés dans la législation quantifient cette notion (voire ne la définissent tout simplement pas). Presque tous les dispositifs de ciblage de l'inflation sont décrits à des niveaux inférieurs, dans des documents non législatifs (la déclaration de stratégie d'une banque centrale, par exemple). Enfin, même si certains éléments étaient quantifiables, les pouvoirs publics devraient encore effectuer de nombreux arbitrages, en l'absence d'une méthode simple permettant de choisir, par exemple, entre x unités de services financiers interrompus et y unités de cycles de modération des prix des actifs. Il reste qu'un certain degré de quantification, lorsqu'elle est possible, serait utile.

1.3 Multidimensionnalité et arbitrages

La principale difficulté traitée dans le présent document est le caractère multidimensionnel des politiques de stabilité financière et, tout particulièrement, le risque de conflits entre différentes dimensions. Pour rendre cette problématique plus tangible, intéressons-nous aux neuf composantes possibles d'un objectif de stabilité financière, telles qu'énoncées dans l'encadré 1.

Le risque de conflits internes entre éléments de cette liste, qui est en quelque sorte inhérent à l'utilisation d'instruments réglementaires est manifeste. Pour ne citer que quelques exemples : les contraintes réglementaires conçues pour atteindre les composantes 2 et 3 peuvent entrer en contradiction avec les composantes 1 et 9 ; l'incapacité à mettre en œuvre intégralement les composantes 2 et 3 peut aussi avoir une incidence sur la composante 8 ; la réalisation de la composante 6 peut entraver la réalisation de la 7, tout comme les mesures destinées à atteindre la composante 4 en période de tensions ou de crise. On pourrait trouver encore d'autres exemples. Bien entendu, dans la plupart des cas, ces conflits potentiels n'existent qu'à court terme. À long terme, ces composantes peuvent s'accorder. Cela se vérifie aussi pour la relation entre stabilité des prix et économie réelle : les conflits apparaissent avec plus d'acuité à court terme, ce qui les rend particulièrement pertinents sur le plan de la mise en œuvre des politiques.

Éléments à prendre en compte dans la réglementation de l'activité financière

1. Soutenir la croissance de l'économie par une intermédiation financière efficace et novatrice.
2. Autoriser une certaine fluctuation des prix des actifs, mais opposer une résistance aux autres fluctuations.
3. Permettre une certaine variation des conditions de crédit et des signaux autres que les prix (degré de rationnement du crédit, par exemple), dans la mesure où ils sont bien corrélés avec les changements fondamentaux des valeurs intertemporelles, mais opposer une résistance aux autres types de variation.
4. Soutenir l'activité économique en faisant en sorte que les services essentiels soient toujours disponibles.
5. Assurer aux investisseurs du secteur des services financiers, entre autres, que les droits de propriété seront maintenus.
6. Assurer la protection des créanciers, en particulier celle des créanciers profanes.
7. Protéger le contribuable contre une tarification inadéquate ou subventionnée de l'assurance-bénéfice au profit du secteur privé.
8. Ne transiger sur les objectifs de stabilité des prix que si le coût à long terme l'emporte nettement.
9. Créer un cadre permettant de bénéficier de services financiers compétitifs au plan international.

Note : cette liste se veut illustrative davantage qu'exhaustive.

Les recommandations pratiques qui pourraient contribuer à résoudre ce type de conflits dans la législation sont quasi inexistantes. Les objectifs de stabilité financière sont généralement définis de façon très générale. L'exemple le plus complet de définition englobant l'ensemble des aspects à prendre en compte pour réaliser un objectif multidimensionnel se trouve dans la loi bancaire britannique (*Banking Act 2009*) – qui traite cependant d'une seule composante de la politique de stabilité financière : la résolution des défaillances bancaires. La section 4 de cette loi énonce cinq objectifs à prendre en considération dans le cadre de l'application d'un régime spécial de résolution bancaire :

1. protéger et renforcer la stabilité des systèmes financiers du Royaume-Uni, notamment dans l'optique d'assurer la continuité des services bancaires ;
2. protéger et renforcer la confiance du public dans la stabilité des systèmes bancaires au Royaume-Uni ;
3. protéger les déposants ;
4. protéger les fonds publics ;
5. éviter de porter atteinte aux droits de propriété en violation des traités de l'UE.

La loi indique, par ailleurs, que l'ordre dans lequel les objectifs sont énoncés n'est pas significatif, qu'un juste équilibre doit être trouvé dans chaque cas et que, après consultation avec les autres autorités, le Trésor doit publier une stratégie (un « code de pratique ») qui peut aider à interpréter et atteindre les objectifs de résolution spéciale, et éclairer le choix entre les options possibles. En d'autres termes, le législateur a déterminé un objectif multidimensionnel, reconnu que les différentes dimensions peuvent entrer en conflit les unes avec les autres et établi un processus précisant comment interpréter et mettre en œuvre ces objectifs.

1.4 Tour d'horizon des objectifs de stabilité financière inscrits dans les lois régissant les banques centrales

Comme indiqué plus haut, la plupart des objectifs de stabilité financière inscrits dans la loi sont peu détaillés. Le graphique 1 (cadre de gauche) classe les objectifs de stabilité financière existants et s'appliquant explicitement aux banques centrales, qui ont été recensés dans le droit de 114 pays (voir aussi le tableau 1 en annexe pour plus d'informations). Il ne prend pas en compte les objectifs de stabilité financière pouvant être implicitement attachés à des fonctions, des tâches ou des traditions, ni la participation à des comités inter-agences ayant de tels objectifs (sauf si les objectifs de ces comités s'appliquent explicitement à la banque centrale ou prévalent sur ses propres objectifs). Le choix de ne considérer que les objectifs explicites tient, certes à un souci de simplicité, mais aussi au fait que les objectifs implicites sont nécessairement plus flous, car subjectifs. Leur perception peut varier d'une personne à l'autre et dans le temps.

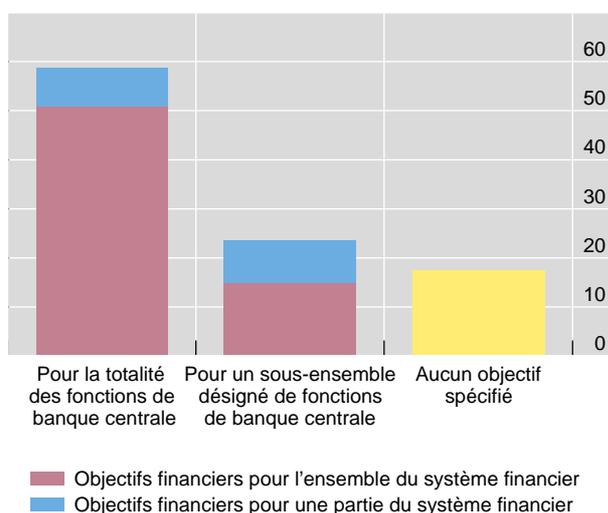
Les principales conclusions tirées de la classification présentée dans le graphique 1 (cadre de gauche) sont les suivantes.

- Une proportion élevée (82 %) de banques centrales ont un objectif explicite de stabilité financière, sous une forme ou une autre.

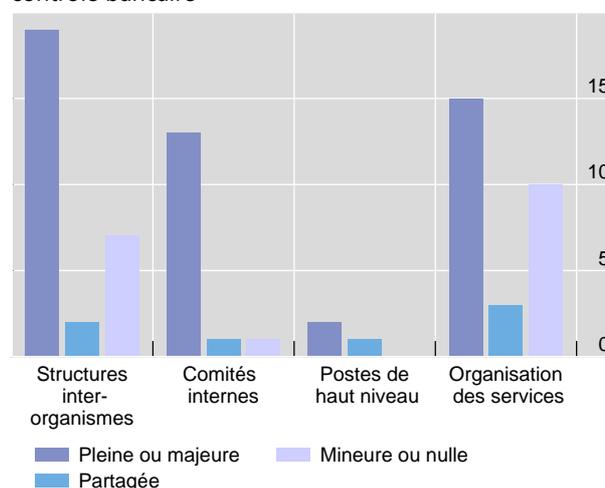
Objectifs de stabilité financière inscrits dans les lois sur les banques centrales ; nombre de changements organisationnels observés au sein des banques centrales en liaison avec la stabilité financière

Graphique 1

Pourcentage de lois sur les banques centrales mentionnant la « stabilité » ou un terme proche¹



Nombre absolu de changements intervenus depuis 2005, par catégorie et par degré de responsabilité dans le contrôle bancaire²



¹ D'après une étude portant sur 114 lois et statuts relatifs aux banques centrales. ² D'après une enquête auprès de 40 banques centrales et autorités monétaires.

Source : BRI.

- Parmi celles-ci :
 - pour les quatre cinquièmes d'entre elles, l'objectif a trait au système financier dans son ensemble ; pour les autres, l'objectif se rapporte formellement à une partie du système seulement (en général, le système bancaire ou le système de paiement) ;

- pour plus des deux tiers, l'objectif semble générique, s'appliquant à l'ensemble des fonctions de la banque centrale ; pour les autres, cet objectif se rapporte à une tâche ou à une fonction spécifique (délivrance d'agréments bancaires, intervention comme prêteur en dernier ressort, par exemple) ;
 - pour un peu plus de la moitié (pays entre crochets dans le tableau 1 de l'annexe), l'objectif est défini explicitement comme secondaire par rapport à un autre (la stabilité des prix, généralement) ;
 - pour un peu plus de la moitié également, l'objectif est exprimé dans des termes atténués (et non « absolus »), c'est-à-dire que la banque centrale doit « contribuer à », « s'employer à », ou « s'efforcer, dans toute la mesure du possible, d'assurer » la stabilité financière (et non : « assurer », « garantir », « maintenir », « protéger » la stabilité financière).
- Pour près d'un cinquième des banques centrales dotées d'un objectif de stabilité financière, cet objectif semble aller au-delà de ce qui paraîtrait réaliste à bon nombre d'observateurs. Cet objectif semble couvrir toutes les fonctions et toutes les activités, se situer au même niveau de priorité que d'autres objectifs, se rapporter à l'ensemble du système financier et être formulé dans des termes absolus (généralement, « assurer » ou « garantir » la stabilité financière).

1.5 Examen plus détaillé de certaines définitions récentes d'objectifs

Un examen des changements apportés à la législation depuis 2009 montre que le mandat de stabilité financière d'au moins 21 banques centrales a évolué après modification de la définition du/des objectif(s). Toutefois, dans seulement deux de ces cas, la loi précise ce qui est entendu par « stabilité financière ».

La loi régissant la Banque centrale de Malaisie est explicite en ce qu'elle désigne la continuité des services et la confiance du public comme les éléments les plus importants au regard de la stabilité financière. Ainsi, dans le chapitre qui traite des compétences en matière de stabilité financière, un « risque pour la stabilité financière » est tout ce qui « perturbe ou peut perturber le processus d'intermédiation (...) ou qui influe ou peut influencer sur la confiance du public dans le système financier ou la stabilité du système financier » (section 29).

Au Royaume-Uni, la nouvelle loi sur les services financiers (*Financial Services Act*) précise, elle aussi, le sens du concept de stabilité financière en définissant des objectifs pour les acteurs concernés. Cette législation revêt une importance particulière pour les observateurs extérieurs, et ce pour deux raisons. Tout d'abord, ces objectifs sont rédigés simultanément pour plusieurs organismes, portant ainsi sur des politiques macro – et microprudentielles ainsi que sur celles liées à la conduite des marchés. Deuxièmement, l'exemple du *Banking Act 2009* cité plus haut (objectif multidimensionnel, non hiérarchisé, assorti d'un processus précis d'interprétation stratégique) est, en principe, un modèle viable pour l'élaboration de nouveaux objectifs de stabilité financière. Pour chaque organisme, la nouvelle législation instaure des objectifs multidimensionnels qui se rejoignent de façon explicite. Elle spécifie les caractéristiques de la stabilité financière qui intéressent le plus le législateur : la résilience du système financier doit permettre d'assurer la continuité des services essentiels et d'éviter la formation de bulles de crédit. Le nouvel organisme macroprudentiel, le Comité de politique financière (*Financial*

Policy Committee – FPC) aura, par ailleurs, pour objectif secondaire explicite de favoriser la croissance. Ces objectifs seront (bien évidemment) plus complexes à mettre en œuvre que ceux du *Banking Act*. Toutefois, ils contiennent une certaine hiérarchisation des priorités.

1.6 Interactions entre objectifs de stabilité des prix et objectifs de stabilité financière

L'un des principaux arbitrages potentiels pouvant poser problème concerne l'objectif de stabilité des prix de la politique monétaire. À cet égard, le cas de la Malaisie mérite une nouvelle fois d'être mentionné. Depuis 2009, la Banque centrale de Malaisie dispose d'un objectif de stabilité financière d'égale importance avec celui de stabilité des prix (« L'objectif principal de la Banque est de promouvoir une stabilité monétaire et une stabilité financière favorables à la croissance durable de l'économie malaisienne » (section 5 1)), et parmi les « principales fonctions » de la banque centrale figurent « la promotion d'un système financier sain, tourné vers l'avenir et inclusif » (section 5 2)). La loi régissant la Banque centrale du Monténégro (article 4) mérite également d'être citée, car elle fait de la stabilité financière son objectif principal.

Dans tous les autres cas où la législation a été amendée, soit la stabilité financière est subordonnée à la stabilité des prix, soit la loi ne mentionne pas d'ordre de priorité. Pour illustrer le premier cas de figure, prenons l'exemple de la loi de 1989 sur la Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande (*Reserve Bank of New Zealand Act 1989*), qui stipule (section 1A, « Purpose ») qu'il revient à la banque centrale de « a) formuler et mettre en œuvre une politique monétaire conçue pour promouvoir la stabilité du niveau général des prix [...] et b) favoriser le maintien d'un système financier efficient et robuste [...] ». Cependant, on peut lire dans d'autres sections : « La fonction première de la Banque est [...] la stabilité du niveau général des prix » et « Lorsqu'elle formule et met en œuvre sa politique monétaire, la Banque doit [...] tenir compte de l'efficacité et de la robustesse du système financier » (sections 8 et 10 respectivement).

Il convient de noter que, dans certains pays, de nouvelles lois ont considérablement modifié les dispositifs de stabilité financière sans doter la banque centrale d'un objectif de stabilité financière. La loi Dodd-Franck, par exemple, n'a pas créé d'objectif de stabilité financière explicite pour la Réserve fédérale. La stabilité financière est mentionnée dans le préambule de la loi Dodd-Franck comme l'un de ses objectifs, mais la suite du texte se concentre sur des buts à atteindre (améliorer la responsabilité et la transparence ; réduire le risque lié aux établissements « trop grands pour faire faillite » ; mettre fin aux opérations de renflouement ; protéger les consommateurs des pratiques abusives) sans établir de lien spécifique entre ces objectifs et les différents organismes mentionnés dans la loi.

2. Changements organisationnels relatifs à la fonction de maintien de la stabilité financière

2.1 Typologie des dispositifs institutionnels

Ces dernières années, de nombreux pays ont réformé en profondeur leurs dispositifs de stabilité financière. Le Rapport Ingves distingue quatre grands

modèles de répartition des fonctions entre organismes compétents, chacun avec des avantages et des inconvénients.

2.1.1 Une politique macroprudentielle à responsabilité partagée

Une première approche consiste à créer un conseil macroprudentiel ou un conseil du risque systémique pour coordonner les activités des différents organismes chargés de la stabilité financière. 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 ? Les organismes qui y sont représentés conservent-ils leur autonomie dans 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 formels, mais est habilité à adresser des recommandations ou des avertissements à un large éventail d'autorités européennes de contrôle et directement aux États membres, lorsque les risques systémiques sont jugés significatifs. C'est sur décision majoritaire des membres de son organe de gouvernance que les recommandations ou avertissements seront rendus publics. Aux États-Unis, le Conseil de surveillance de la stabilité financière (*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 instances de contrôle principales, des recommandations contraignantes en ce qui concerne le renforcement de la réglementation.

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

Une deuxième approche, qui existe sous diverses formes, par exemple au Japon et en Suède, consiste à confier la responsabilité principale de la politique macroprudentielle à la banque centrale, d'autres organismes étant chargés de la politique microprudentielle. La relation de la banque centrale avec les autorités microprudentielles dépendra de ce que recouvre sa fonction macroprudentielle. Si la banque centrale doit seulement aller « à contre cycle » dans la conduite de sa politique monétaire, elle n'aura guère besoin d'interagir avec les autorités microprudentielles. En revanche, si le rôle macroprudentiel de la banque centrale suppose qu'elle prenne des mesures réglementaires (par exemple, ajouter une dimension macroprudentielle aux exigences de fonds propres ou de liquidité), une interaction beaucoup plus importante sera nécessaire. En pareil cas, la banque centrale deviendrait l'autorité de réglementation, et les organismes microprudentiels seraient chargés de la mise en œuvre. Ce dispositif pourrait entraîner des rivalités entre organismes et porter atteinte à l'indépendance des autorités microprudentielles dans leur sphère de compétence. Il n'est cependant pas rare que les autorités microprudentielles appliquent des mesures conçues par d'autres instances.

2.1.3 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, récemment introduite au Royaume-Uni, consiste à intégrer les fonctions macro — et microprudentielle au sein de la banque centrale, tout en conservant une autorité de réglementation distincte chargée de veiller à la sécurité

des produits financiers. En principe, ce type de dispositif devrait améliorer l'accès à l'information et au savoir-faire. Toutefois, un avantage potentiel ne se traduit pas automatiquement en gain réel. Le cloisonnement des responsabilités au sein de l'organisation peut rester source de fragmentation des informations et des analyses. Le cadre intellectuel n'est pas le même d'une fonction à l'autre, ce qui pourrait entraver la communication. Il n'est pas aisé de franchir les limites des différents services, et ce serait même inapproprié 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 mis en place au Royaume-Uni, les diverses fonctions sont clairement séparées et réparties entre une Autorité de réglementation prudentielle (*Prudential Regulation Authority – PRA*), un Comité de politique financière (*Financial Policy Committee – FPC*) et un Comité de politique monétaire (*Monetary Policy Committee – MPC*)². La coordination des différents éléments de l'analyse est assurée, notamment, par la participation croisée de hauts responsables dans différents comités/instances. Toutefois, la coordination en matière décisionnelle se limite exclusivement à des mesures spécifiques, dont la teneur n'inclut rien qui puisse modifier le rôle du MPC ou porter atteinte à son indépendance.

Plusieurs éléments du modèle britannique ont déjà été adoptés en France. Les réformes introduites en 2010 ont regroupé plusieurs organismes de réglementation en une superautorité de réglementation autonome au sein de la Banque de France, l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP), qui est présidée par le gouverneur et a pour mandat explicite la préservation de 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 (AMF). Cette dernière restera indépendante, mais travaillera en étroite coopération avec l'ACP.

Le choix des structures décisionnelles internes à la banque centrale aura des répercussions non négligeables sur la gestion des conflits et arbitrages potentiels. Avec un comité unique, qui prend des décisions à la fois de stabilité monétaire et de stabilité financière, les efforts de coordination sont moins pesants, ce qui permet, en principe, à la synergie de jouer à plein et se traduit par une plus grande réactivité. S'agissant de l'obligation de rendre compte, toutefois, les actions et les analyses d'un comité unique imposent une communication étendue pour expliquer clairement la nature des arbitrages effectués et les motivations des choix opérés dans une situation donnée. On peut supposer que, lorsque les processus décisionnels sont répartis entre des structures distinctes (chacune soumise à des obligations de communication qui lui sont propres), les arbitrages ont tendance à être plus évidents, puisque chaque entité décisionnaire est en mesure d'identifier rapidement les obstacles que lui posent les autres dans la réalisation de son objectif.

2.1.4 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, dans la mesure où

² De plus, la législation confiera à une nouvelle instance de réglementation spécialisée, la Financial Conduct Authority (FCA), la responsabilité de réglementer les pratiques de tous les services financiers.

il serait entièrement consacré aux aspects macroprudentiels et accélérerait la prise de décision. La mise en œuvre pourrait, toutefois, poser des difficultés, car les instruments utilisés pour la politique macroprudentielle sont généralement assignés à d'autres objectifs ou relèvent d'autres organismes. Cela soulèverait aussi des problèmes quant à l'autonomie des autres organismes, comme c'est le cas avec les conseils macroprudentiels. Il est intéressant de noter que cette approche n'a été envisagée qu'aux États-Unis, mais n'a pas été retenue dans la législation finale.

2.2 Les choix relatifs aux dispositifs institutionnels

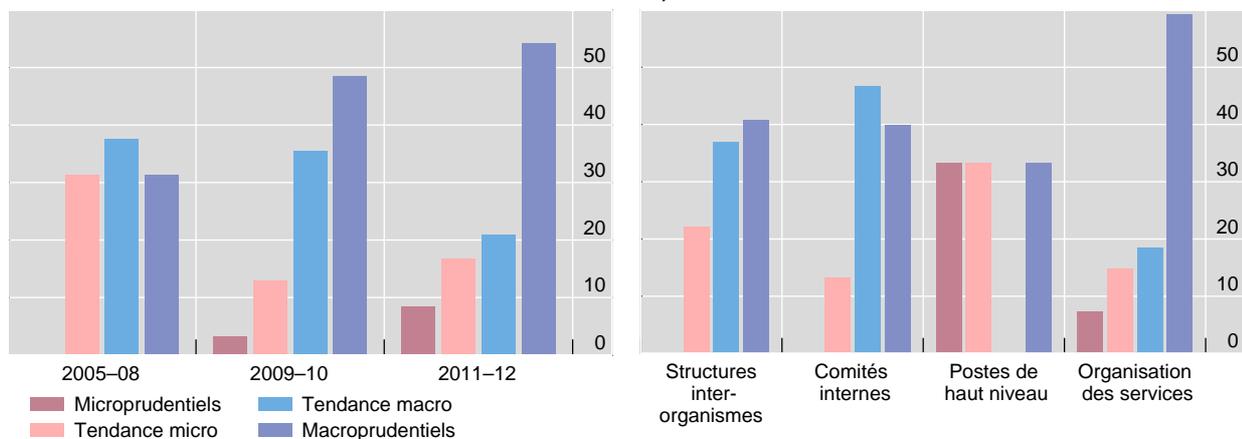
Une enquête de 2012 portant sur 40 pays a montré que de nombreuses modifications institutionnelles et organisationnelles liées à la stabilité financière ont eu lieu entre 2005 et 2012. Seules trois banques centrales n'ont pas connu de changement au cours de cette période. Les modifications les plus fréquentes ont été la création ou le remaniement de structures interorganismes, ainsi que la création ou la transformation de structures internes. La création de postes de haut niveau, ou une redéfinition importante des postes existants, en lien avec la stabilité financière, ont été les modifications les moins courantes.

Orientation micro- et macroprudentielle des changements, par période et par catégorie

Graphique 2

Changements organisationnels, par période (en %)

Changements organisationnels, par catégorie (en %)



D'après une enquête auprès de 40 banques centrales et autorités monétaires.

Source : BRI.

Le graphique 1 (cadre de droite) présente les données issues de l'enquête, réparties en fonction du degré de responsabilité confié à la banque centrale en matière de contrôle bancaire. Toutes proportions gardées, les banques centrales qui assument la totalité ou la majorité des responsabilités dans ce domaine sont plus susceptibles d'avoir intégré une nouvelle structure interorganismes que d'avoir modifié l'organisation de leurs services, tandis que l'inverse s'applique aux banques centrales n'exerçant qu'une faible responsabilité, voire aucune responsabilité, dans ce domaine. Les changements organisationnels ont souvent été menés en lien avec d'autres modifications. L'association la plus fréquemment observée (dans environ un tiers des cas) est la création d'une structure interorganismes avec, en parallèle (ou en liaison étroite), une réorganisation des services. D'autres associations

combinent une nouvelle structure interorganismes et un nouveau comité interne, ou un nouveau comité interne et une réorganisation des services.

Ces données permettent également d'éclairer les choix relatifs aux quatre dispositifs institutionnels présentés dans le Rapport Ingves. La plupart de ces changements institutionnels et organisationnels contribuent, tout naturellement, à accorder une plus large place aux considérations macroprudentielles. Cette tendance est plus marquée en fin qu'en début de période (graphique 2, cadre de gauche). En outre, elle concerne les modifications de l'organisation des services plutôt que les autres types de changements (graphique 2, cadre de droite).

2.3 Principales caractéristiques des nouveaux dispositifs de stabilité financière

2.3.1 Nouvelles structures interorganismes

Les structures interorganismes axées sur la stabilité financière ne sont pas un concept entièrement nouveau³. Cependant, plus des deux tiers des banques centrales interrogées ont déclaré avoir intégré au moins une nouvelle structure (ou une structure remaniée) depuis 2005. Il semblerait que ces structures aient été créées, pour l'essentiel, dans le but de partager des informations et de mener un suivi coordonné des conditions financières. Selon les informations recueillies, un petit nombre d'entre elles sont aussi en charge de la gestion de crise.

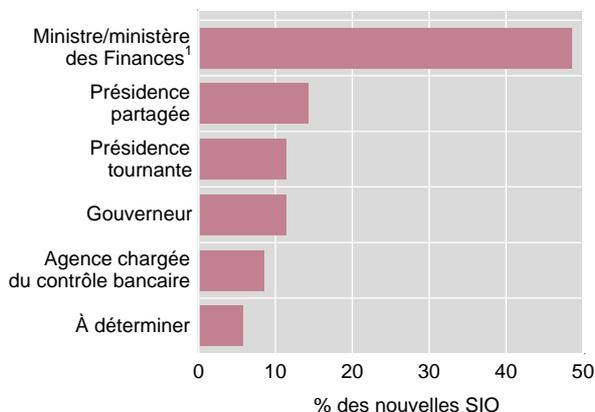
Si la tendance est au renforcement du mandat de la banque centrale dans le domaine de la stabilité financière, bien souvent, celle-ci n'a une voix prépondérante dans la structure interorganismes. En effet, pour les 37 nouvelles structures étudiées, le gouverneur de la banque centrale ne préside la structure que dans 10 % des cas (graphique 3, cadre de gauche). Dans un quart des cas environ, la banque centrale (représentée par son gouverneur, en général) partage la présidence, en permanence ou dans le cadre d'une présidence tournante. Dans les autres cas, la présidence est généralement confiée à un représentant du ministère des Finances (souvent le ministre lui-même) ou d'un organisme de réglementation.

S'agissant du poids de la banque centrale dans les nouvelles structures, le graphique 3 (cadre de droite) montre le nombre de membres appartenant à la banque centrale, en pourcentage du nombre total de membres de la structure (abstraction faite du nombre d'observateurs lorsque cette information était connue)⁴. La banque centrale est souvent minoritaire, en particulier lorsqu'elle est l'autorité principale de contrôle ou qu'elle exerce un rôle actif dans ce domaine. Il convient de souligner, toutefois, que ces chiffres reposent uniquement sur les structures dont la composition a pu être établie. Dans 25 % des cas environ, leur composition n'est pas figée ou reste à déterminer, ce qui signifie soit que le dispositif n'est pas encore bien en place, soit que les autorités souhaitent conserver une certaine souplesse dans la composition de ces structures.

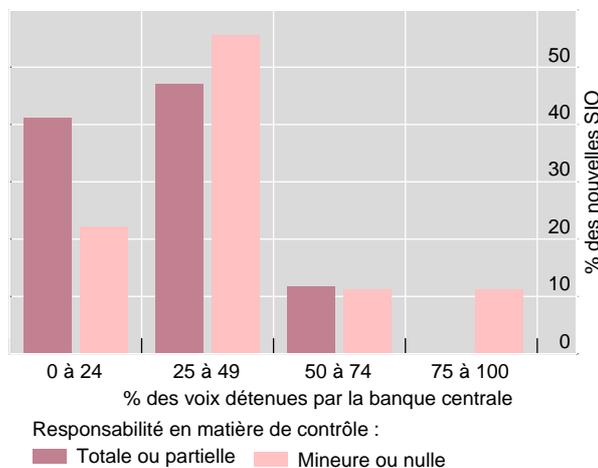
³ On peut citer notamment : le Forum de supervision des marchés financiers en Allemagne (2000) ; le Council of Financial Regulators en Australie (1998) ; le Financial Institutions Supervisory Committee au Canada (1987) ; le Conseil des autorités de contrôle du secteur financier aux Pays-Bas (1999) ; le Conseil national des autorités de contrôle du secteur financier au Portugal (2000) ; et le Comité permanent tripartite sur la stabilité financière au Royaume-Uni (1998).

⁴ Le nombre total de membres varie considérablement, de deux (au moins) dans l'un des groupes établis en Suisse à 36 (plus 28 non-votants) pour le Comité européen du risque systémique (CERS).

Présidence des nouvelles SIO



Poids décisionnel de la banque centrale dans les nouvelles SIO



D'après une enquête auprès de 40 banques centrales et autorités monétaires.

¹ Ou équivalent.

Source : BRI.

2.3.2 Nouveaux comités internes

Depuis 2005, 11 banques centrales (soit quelque 30 % des établissements ayant participé à l'enquête) ont créé au moins un comité interne de haut niveau spécialisé dans les questions de stabilité financière. Un petit nombre de banques centrales en ont établi plusieurs (Banque d'Angleterre, Banque de Thaïlande et Banque centrale de Malaisie, par exemple).

Les nouveaux comités internes de haut niveau ont souvent les mêmes fonctions d'échange d'information et de coordination que les structures interorganismes, avec parfois un rôle d'appui. Ainsi, le Comité de stabilité financière (*Financial Stability Committee*, récemment dissous) de la Banque d'Angleterre formulait-il au Conseil de surveillance (*Court of Directors*) des recommandations sur la stratégie générale de stabilité financière ; le Comité macrofinancier (*Macro Financial Committee*) conseille le Gouverneur de la Banque de Réserve de Nouvelle-Zélande.

Les comités internes de haut niveau sont généralement présidés par le gouverneur. Comme pour les structures interorganismes, la composition de ces comités n'est pas toujours définie avec précision (cadres dirigeants et chefs des services « concernés », par exemple). Il est à noter que, dans un petit nombre de banques centrales, les comités internes de haut niveau accueillent, dans des proportions diverses, des membres externes représentant le gouvernement ou les autorités de réglementation, voire le public⁵.

⁵ À la Banque d'Angleterre, le nouveau FPC, un sous-comité du Conseil de surveillance (*Court of Directors*), comprend quatre membres externes. À la Banque de Thaïlande, le *Financial Institutions Policy Board* inclut cinq experts nommés par le conseil d'administration. À la Banque centrale de Malaisie, le *Financial Stability Executive Committee* comprend trois à cinq autres membres qui peuvent être des administrateurs ou d'autres personnes.

2.3.3 Réorganisation des services et création de nouvelles fonctions

Deux tiers des banques centrales ayant participé à l'enquête ont réorganisé leurs divisions/services en lien avec la stabilité financière depuis 2005. Ces changements ont consisté, pour l'essentiel, à créer une ou plusieurs unités spécialisées dans les domaines de la stabilité financière ou de la politique macroprudentielle. Dans bon nombre de banques centrales, les réorganisations internes ont conduit à la mise en place d'un cadre institutionnel plus solide pour assurer une surveillance macroprudentielle, grâce notamment à : des mandats plus clairs pour les unités concernées ; la transformation d'unités existantes en de nouvelles entités spécialisées chargées des questions de stabilité financière ; l'importance accrue donnée à ces unités au sein de la hiérarchie interne.

Depuis 2005, parmi les banques centrales qui ont fait l'objet de cette enquête, seules la Banque d'Angleterre et la Réserve fédérale des États-Unis ont créé de nouveaux postes au conseil de direction dans une optique de renforcement de la stabilité financière (un poste de sous-gouverneur et un poste de vice-gouverneur, respectivement). Toutefois, dans de nombreux cas, les responsabilités attachées à des postes de haut niveau existants ont été largement ajustées, et l'on note plusieurs exemples de fonctions créées ou modifiées en profondeur pour les postes de chef de fonction ou de département (mais d'un niveau inférieur à celui des postes au conseil de direction toutefois).

Annexe 1

Classification des objectifs de stabilité financière recensés dans les lois et statuts relatifs aux banques centrales de 114 pays, au 31 décembre 2012

1. Le texte mentionne un objectif explicite de stabilité financière		La banque centrale est tenue de veiller à la « stabilité », à la « solidité », au « bon état » ou au « fonctionnement efficace et efficient » ...			
		... d'une partie du système financier (système bancaire, système de paiement, par ex.)		... du système financier dans son ensemble	
L'objectif s'applique, en principe, à toutes les activités et fonctions de la banque centrale (il figure, en effet, dans le préambule de la loi ou dans l'énoncé général du rôle et des fonctions et obligations de la banque)	Objectif absolu ("assurer", "garantir", "maintenir", "protéger", "soutenir" la stabilité financière, par ex.), sauf lorsqu'il est secondaire par rapport à un objectif de stabilité des prix ou à un autre objectif de politique macroéconomique (pays entre crochets)	[Azerbaïdjan] Bélarus	Libye	Angola [BCEAO] Botswana Chine [Chypre] Gambie [Géorgie] Ghana Hong-Kong RAS Îles Caïmans Irak [Irlande]	[Malte] [Maurice] [Moldavie] [Mongolie] Monténégro Namibie [Philippines] [Tanzanie] Thaïlande Uruguay Zambie
	Objectif exprimé en termes d'orientation ("contribuer à", "encourager", "promouvoir", "soutenir", "œuvrer à", "faire tout son possible", etc.). Si l'objectif est secondaire, le pays apparaît ici aussi entre crochets.	[Albanie] Argentine [Arménie]	[Allemagne] Égypte Suède	[Afghanistan] Aruba Bahreïn Barbade [Belgique] Bermudes [Costa Rica] ECCB Espagne Fidji [Finlande] Guyana [Hongrie] [Indonésie] [Islande] [Israël]	[Kazakhstan] Kenya [Lesotho] [Luxembourg] [Macédoine] Malawi Malaisie [Mexique] Nouvelle-Zélande Nigéria [Pologne] [Rép. tchèque] Singapour Royaume-Uni [Slovénie] [Suisse] [Timor-Oriental] [Turquie] Zimbabwe
L'objectif est clairement lié à une fonction ou tâche spécifique (octroi d'agrément, contrôle, prêteur en dernier ressort)	Objectif absolu ("assurer", "garantir", "maintenir", "protéger", "soutenir" etc.)	[Bulgarie] [France] Jordanie [Kirghizstan]	[Lettonie] Liban [Maroc] Russie	[Autriche] [Bhoutan] Chili [Estonie]	États-Unis Jamaïque Japon Népal
	Objectif exprimé en termes d'orientations ("contribuer à", "encourager", "promouvoir", "soutenir", "œuvrer à", "faire tout son possible", etc.)	[Croatie]	[Lituanie]	Australie [BCE] Canada [Grèce] Italie	[Corée] Macao RAS [Pays-Bas] [Slovaquie]
2. Le texte ne mentionne pas d'objectif explicite de stabilité financière		Afrique du Sud Algérie Arabie saoudite Bahamas Bangladesh Belize Brésil	Bosnie-Herzégovine Cambodge Colombie Congo Danemark Guatemala	Inde Iran Koweït Mozambique Norvège Pérou Trinité-et-Tobago	

Source : Législation nationale.

Politiques macroprudentielles, cours des produits de base et entrées de capitaux

Paul Masson¹

Introduction

La crise financière mondiale de 2008-09 a donné la mesure des externalités et interconnexions au sein des marchés financiers, montrant ainsi qu'outre le contrôle et la réglementation des établissements financiers **individuels**, il importe de mettre en œuvre des mesures à même de limiter les risques qui pèsent sur le **système** financier tout entier. Il ne suffit pas, pour appréhender les risques systémiques, d'additionner les risques qui pèsent sur chaque établissement financier, les difficultés d'un seul pouvant se propager aux autres par réaction en chaîne. De plus, la procyclicité du système financier peut induire une croissance globalement excessive du crédit, même si, individuellement, les banques ont un comportement responsable. Autrement dit, il importe de compléter l'approche **microéconomique** de la réglementation financière par des politiques dites **macroprudentielles**, qui visent à limiter le risque systémique et ajustent la réglementation en fonction d'indicateurs qui impactent l'économie dans son ensemble. De telles politiques s'attaquent aux chocs et aux mécanismes endogènes susceptibles de déstabiliser l'ensemble du système financier et de causer de graves dommages à l'échelle macroéconomique.

Pour les économies africaines, les variations de valeur des exportations de produits primaires et des entrées de capitaux correspondantes sont une importante source de chocs. Ces économies sont, plus souvent que celles d'autres continents, tributaires d'une seule exportation ou de quelques unes. La hausse du cours mondial d'un produit de base ou une forte augmentation de son offre par un pays se font sentir dans toute l'économie intérieure. Par exemple, une expansion des bilans des banques et du crédit est susceptible d'entraîner la surchauffe de l'économie et une poussée d'inflation. La procyclicité des prêts bancaires peut amplifier le cycle et, si le choc n'est que passager, aggraver le repli ultérieur, voire déstabiliser le système financier. Les outils classiques de politique monétaire et budgétaire peuvent, dans une certaine mesure, atténuer l'amplitude du cycle. Ainsi, le resserrement de l'orientation monétaire peut étouffer, en partie, la demande de crédit et se traduire par une appréciation du cours de change, limitant les effets inflationnistes. Cela étant, en cas de choc temporaire, cette appréciation du change peut se révéler nocive et génératrice de problèmes associés au « syndrome hollandais » dans d'autres secteurs. Il peut donc être préférable d'envisager le recours à d'autres outils, des outils de politique macroprudentielle, qui limitent l'expansion du crédit de manière plus ciblée.

¹ Weatherstone Consulting et Université de Toronto. L'auteur tient à remercier David Archer, M S Mohanty et Philip Turner pour leurs utiles commentaires et suggestions, ainsi que Tracy Chan et Matina Negka pour leur assistance technique.

S'il y a un large consensus sur la nécessité d'adopter des politiques macroprudentielles, c'est loin d'être le cas pour ce qui est des outils à utiliser, de leurs caractéristiques et de leurs interactions potentielles avec, notamment, le contrôle microprudentiel, les politiques monétaire et budgétaire et la gestion des changes. Mais il est vrai que les politiques varient nécessairement d'un pays à l'autre, en fonction de facteurs tels que : le développement économique et financier, le degré d'ouverture de l'économie aux influences extérieures et le partage institutionnel existant des responsabilités pour les politiques réglementaire et macroéconomique².

La présente note de discussion ne prétend pas rendre compte de l'abondante littérature publiée sur les politiques macroprudentielles³, et moins encore formuler des recommandations sur la conception de telles politiques à l'intention des pays africains. Il se borne à identifier certaines circonstances dans lesquelles il peut être souhaitable d'appliquer des politiques macroprudentielles, tout en attirant l'attention sur des considérations susceptibles d'appeler à utiliser un outil ou un autre. Son objectif est de favoriser la réflexion et le débat sur la façon dont les politiques macroprudentielles peuvent servir à contrer certains des effets indésirables des cycles d'envolée et de chute des cours des produits de base.

La première section donne un aperçu général de l'importance des exportations des produits de base pour les économies africaines. La deuxième établit les avantages des politiques macroprudentielles et passe en revue certains des outils qui ont été mis en œuvre ou dont l'utilisation a été envisagée. La troisième est consacrée à l'utilisation effective des politiques macroprudentielles, et à leur interaction avec, notamment, la politique monétaire et les contrôles sur les mouvements de capitaux. Enfin, les dernières sections portent sur la gouvernance, et notamment la question de savoir à quelles institutions reviennent quelles responsabilités dans ce domaine. En raison de la diversité des mesures envisageables et de la complexité des interactions entre le système financier et l'économie réelle – dont bon nombre ne sont pas tout à fait bien comprises –, il n'y a pas de solutions faciles. Aussi les pays devront-ils progresser avec précaution pour trouver leur propre voie en mettant à profit, dans la mesure du possible, l'expérience des autres.

1. Importance des produits de base pour les économies africaines

Les produits primaires – produits agricoles et ressources naturelles non renouvelables, notamment – sont une source importante de recettes d'exportations et budgétaires pour de nombreux pays africains (tableau 1). C'est particulièrement vrai dans les pays exportateurs de pétrole, où cette matière première représente souvent plus de la moitié des exportations nationales en termes de valeur, et où les redevances et les taxes y afférentes sont une importante source de recettes. De plus, l'exploitation de ressources non renouvelables, fortement capitalistique, impose

² Turner (2012).

³ Galati et Moessner (2011) font une synthèse des études sur les politiques macroprudentielles, dont certaines sont bien antérieures à la récente crise financière.

souvent de faire appel à des capitaux étrangers, avec parfois des conséquences sur la liquidité intérieure, le cours de change et les réserves en devises.

Les recettes et les entrées de capitaux liées aux produits de base posent d'importants défis en termes de politiques macroéconomique et financière. Les dangers d'être frappé par la « malédiction des ressources » (Auty (1993)) sont bien connus. De nombreux pays dotés d'abondantes ressources naturelles ont constaté que les recettes qu'ils en tirent peuvent entretenir la corruption, l'instabilité économique et les conflits intérieurs. Il est clair qu'une bonne gouvernance est essentielle pour atténuer ces problèmes, et les pays bien gouvernés, à l'instar du Botswana, sont parvenus à utiliser les recettes tirées de leurs ressources naturelles à bon escient, les consacrant au développement économique et à l'amélioration du niveau de vie de la population.

Importance des exportations et recettes liées aux ressources naturelles

Tableau 1

	Exportations d'hydrocarbures 2011 ¹ (en % des exportations de marchandises)	Exportations de minerais et de métaux en 2011 ¹ (en % des exportations de marchandises)	Recettes tirées de ressources naturelles en 2010 (en % du total des recettes publiques)
Afrique du Sud	11,24	35,12	2,00
Algérie	97,20	0,26	...
Angola	...	...	75,90
Botswana	0,40	8,44	31,30
Égypte	31,70	6,00	...
Éthiopie	0,00	1,16	...
Ghana	54,08	1,83	3,70
Kenya	4,30	2,03	...
Lesotho	0,02	0,11	...
Malawi	0,10	8,82	...
Maroc	1,07	11,68	...
Maurice	0,00	0,73	...
Mozambique	16,28	50,62	...
Nigéria	87,13	1,08	72,20
Ouganda	1,21	1,90	...
Rép. démocratique du Congo	...	...	26,50
Seychelles	0,00	0,00	...
Swaziland	1,26	0,54	...
Tanzanie	1,19	35,44	...
Tunisie	14,18	1,56	...
Zambie	0,51	85,97	10,90
Afrique subsaharienne	33,39	17,04	...

¹ 2010 pour le Kenya, le Maroc, le Nigéria, la Tunisie, l'Ouganda, la Zambie et l'Afrique subsaharienne ; 2009 pour le Lesotho ; 2008 pour les Seychelles ; et 2007 pour le Swaziland.

Sources: World Bank; IMF *Regional Economic Outlook*, April 2012.

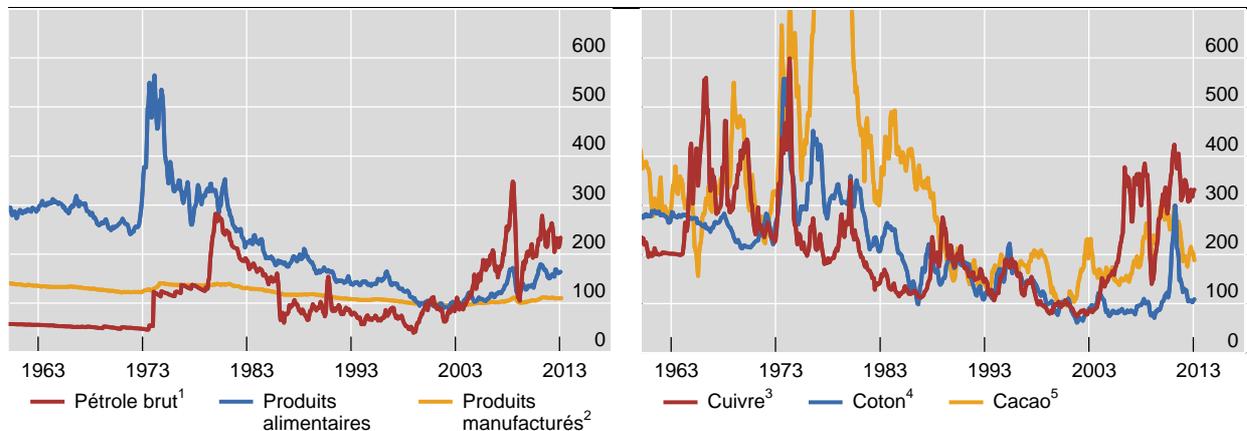
Les difficultés macroéconomiques qui se posent aux pays exportateurs de produits de base tiennent à l'instabilité créée par les recettes et les flux de capitaux et aux retombées sur le système financier et les secteurs non producteurs de ressources. Les cours des produits de base, généralement fixés sur les marchés mondiaux, sont en grande partie exogènes aux pays africains ; ils sont, de surcroît, bien plus volatils que les prix des produits manufacturés (graphique 1). Les pays exportateurs de ressources naturelles doivent donc adapter leur politique de façon à atténuer les effets préjudiciables de la volatilité des cours.

La volatilité des recettes tirées des ressources naturelles a des effets délétères sur le développement économique. Les pays engagent d'ambitieux plans de dépense quand les recettes sont abondantes, mais quand elles baissent, ils ne veulent ou ne peuvent souvent pas faire marche arrière. Ils s'endettent à l'excès dans certains cas, donnant les futures recettes pétrolières en garantie, ce qui va à l'encontre d'une stratégie rationnelle et efficace et hypothèque l'avenir (Bainomugisha, Kivengyere et Tusasirwe (2006)). En raison de la volatilité des cours mondiaux des produits de base et des revenus des ressources naturelles – ainsi que de leur nature non renouvelable – il importe d'avoir des procédures budgétaires qui reposent sur des hypothèses de recettes prudentes, et il faut constituer des « fonds pour les générations futures » qui permettent d'économiser une partie des recettes (Davis *et al.* (2001)). Reste que de solides institutions et une bonne gouvernance sont nécessaires pour éviter le détournement de tels fonds, comme on l'a vu au Nigéria et au Cameroun notamment.

Cours des produits de base et prix des produits manufacturés

En termes réels, ajustés de l'indice des prix à la consommation des États-Unis ; 2000 = 100

Graphique 1



¹ Pétrole brut, West Texas Intermediate 40 API, Midland Texas. ² États-Unis, prix à la production, produits manufacturés. ³ Cathodes de cuivre (grade A), prix au comptant LME, ports européens CAF. ⁴ Coton, Indice A de Cotton Outlook, Middling 1-3/32 inch staple, prix CAF Liverpool. ⁵ Fèves de cacao, prix au comptant, Organisation internationale du cacao, CAF ports des États-Unis et européens, l'indice dépasse 700 entre avril et mai 1974 et entre août 1976 et mars 1980, sa valeur maximale atteignant 1362.

Sources : FMI ; Datastream ; données nationales.

De solides recettes et entrées de capitaux liées aux ressources naturelles peuvent entraîner une appréciation du cours de change réel, générer un effet d'éviction des autres secteurs (dont l'agriculture et le secteur manufacturier) et encourager les importations – c'est ce qu'on appelle le syndrome hollandais. Ainsi, les pays dotés d'importantes ressources naturelles en deviennent progressivement plus dépendants, au détriment d'autres activités productives traditionnelles. Les entrées de capitaux peuvent, en outre, accroître la liquidité intérieure et, via le

système bancaire, tendent à amplifier le cycle économique financier. L'abondance de liquidité peut alors inciter les banques à prendre des risques excessifs, en finançant des projets non viables, par exemple, ce qui peut compromettre la stabilité financière lorsque survient la phase de contraction. Face à la procyclicité et ses effets potentiels négatifs sur le système financier, les outils de politique macroprudentielle peuvent se révéler utiles en complément des politiques monétaire et budgétaire classiques pour atténuer les fluctuations et protéger le système financier.

2. Avantages des politiques macroprudentielles

Les politiques macroprudentielles⁴ visent généralement à combler les lacunes présentes dans ce qui est souvent considéré comme le « cadre d'orientation politique normal » (du moins avant la crise) : la réglementation financière vise à préserver la solidité des établissements financiers, et les politiques macroéconomiques garantissent la stabilité des prix et la croissance. Le « cadre d'orientation politique normal » est trop simpliste, compte tenu des interactions complexes et des externalités entre les établissements financiers, des interactions bidirectionnelles entre le secteur financier et l'économie réelle, et de la possibilité que les cycles financiers précèdent parfois de beaucoup les cycles réels – et créent des problèmes hors du champ de préoccupation des autorités, qui suivent les variables de l'économie réelle et l'inflation, mais guère les variables financières.

Un cadre simple, qui distingue la réglementation financière de la politique macroéconomique, présente deux difficultés évidentes. La première est qu'il fait trop peu de cas du risque systémique, et donc des problèmes qui menacent la solidité du secteur financier dans son ensemble. Si la réglementation consiste exclusivement à concevoir des règles applicables *individuellement* à des établissements financiers, alors, par définition, elle ne peut prendre en compte les macro-risques, d'autant qu'aucun organe n'est chargé de veiller à la stabilité financière globale⁵. Qu'entend-on exactement par macro-risques ? Les établissements financiers sont liés entre eux par de multiples interconnexions. Ainsi, ils peuvent participer à un marché interbancaire, et il faudrait donc prendre en compte les risques de défaut de la contrepartie et de tarissement de la liquidité. La liquidité des marchés financiers et la solidité de chaque établissement financier dépendent de la stabilité et de la confiance dans le système financier tout entier. Les difficultés d'un établissement – surtout s'il est de grande taille – ont donc tendance à se propager aux autres, et peuvent finir par contraindre les autorités monétaires et budgétaires à recapitaliser un certain nombre d'établissements en recourant à des fonds publics. Les banques procurent des services essentiels, tel le système de paiements, et maintiennent les flux de crédit nécessaires au fonctionnement continu de l'économie réelle ; il n'est pas envisageable de toutes les laisser faire faillite.

⁴ Comme il est précisé dans Galati et Moessner (2011), le terme « macroprudentiel » a plusieurs acceptions et traduit des préoccupations diverses, mais au sens large, il qualifie des politiques ayant trait aux risques qui pèsent sur l'ensemble du secteur financier.

⁵ Un autre document de travail établi pour la réunion, « Objectifs et dispositifs de stabilité financière : dernières évolutions », analyse le concept de stabilité financière et présente différents modèles de gouvernance envisageables pour atteindre le but recherché.

Une seconde difficulté associée à ce « cadre d'orientation politique normal » est que le secteur financier peut présenter des cycles qui s'auto-amplifient. Il peut s'ensuivre des envolées et des chutes des cours excessives qui pourraient être évitées par une intervention rapide, conjuguée à des politiques adaptées. Cette procyclicité peut se manifester notamment par d'amples fluctuations du niveau global d'expansion du crédit (Borio (2003)). L'histoire des économies avancées et émergentes montre qu'une explosion du crédit – déclenchée, par exemple, par des entrées de capitaux, la spéculation sur les marchés du logement ou des prix mondiaux élevés pour les exportations de produits de base d'un pays – peut déboucher sur une contraction ultérieure, voire causer des dommages étendus à toute l'économie.

Les politiques prudentielles peuvent atténuer la procyclicité au sein du système financier en modulant les exigences de fonds propres en fonction des phases du cycle, en instaurant des règles de provisionnement à caractère préventif, en encourageant la constitution, en périodes favorables, de volants de fonds propres suffisants pour faire face aux périodes de tensions, ainsi qu'en introduisant des exigences sur la liquidité⁶. Mais il n'y a pas de consensus général sur les modalités de la mise en œuvre de ces politiques dans la pratique⁷. L'envolée des cours des produits de base en Afrique a présenté nombre des symptômes de la procyclicité déjà évoqués. La hausse du crédit a été de pair avec un accroissement des recettes d'exportation des produits de base (tableau A1, en annexe). Sur la période 2003–05, les cours du pétrole et des métaux en particulier ont beaucoup augmenté. Dans les pays exportateurs de pétrole (Algérie, Angola, Nigéria) et de métaux (Congo, Afrique du sud, Tanzanie, Zambie), l'expansion du crédit au secteur privé a été forte en termes réels, pour plusieurs pays jusqu'en 2006–08, bien qu'à cette époque, le renchérissement des produits de base se modérait (tableau A2, en annexe). Une vive expansion du crédit a alimenté l'inflation, compensant largement la dépréciation du cours de change nominal. Par conséquent, les cours de change réels se sont appréciés pour la plupart de ces pays, à l'exception notable de l'Afrique du Sud, qui, par son régime d'objectif d'inflation, a généralement su maîtriser l'inflation et n'a guère connu de phase soutenue d'appréciation réelle, malgré des fluctuations importantes. Cela étant, l'Afrique du Sud a été confrontée à certaines des tensions financières associées à l'explosion des cours entre 2001 et 2007 (voir Mboweni (2007)), à savoir : l'inquiétude suscitée par l'exposition des banques et des fonds de pension aux cours des produits de base, l'exposition au risque de change, la gestion de la manne résultant de l'envolée des cours et la résistance aux effets de second tour d'une poussée d'inflation due au renchérissement des produits de base.

Le Nigéria a connu un cycle du crédit et une crise financière beaucoup plus marqués encore du fait de l'envolée des prix pétroliers. Les entrées liées au pétrole et une politique monétaire accommodante ont produit une expansion réelle cumulée du crédit au secteur privé de 235 % entre 2006 et 2008 (tableau A1, en annexe). Lorsque la crise financière mondiale a éclaté et que les prix pétroliers ont chuté fin 2008, les prêts non productifs se sont multipliés, déclenchant des faillites bancaires et l'intervention de la banque centrale. En 2009–11, le crédit au secteur privé s'est contracté de 33 %.

⁶ CBCB (2010 et 2011).

⁷ Voir, par exemple, Hahn *et al.* (2012), Turner (2012) et Ryoo et Hong (2011).

3. Outils de politique macroprudentielle

Il y a une certaine ambiguïté concernant la définition précise des instruments macroprudentiels étant donné que certaines politiques qui agissent sur la stabilité du système financier peuvent aussi viser d'autres objectifs⁸. Par exemple, les mesures microréglementaires ont un effet indéniable sur la stabilité financière, sans pour autant suffire à la garantir. Les politiques monétaire et budgétaire agiront certainement aussi sur la stabilité financière, en raison de leurs incidences sur l'activité économique, le niveau des prix des actifs et l'offre de crédit. La question (abordée plus loin) reste cependant de savoir si la politique monétaire devrait effectivement viser la stabilité financière en plus d'être assignée à l'objectif de faible inflation et de maintien d'une activité économique convenable. Le tableau suivant donne des exemples d'instruments pouvant servir les objectifs prudentiels, qu'ils soient micro ou macroprudentiels. Si un instrument est spécifiquement conçu pour répondre au risque systémique, il peut être dit avoir une dimension macroprudentielle.

Plusieurs instruments figurant au tableau 2 peuvent désamorcer les menaces qui pèsent sur la stabilité financière du fait d'une envolée des cours des produits de base, et en particulier les instruments qui agissent directement sur les bilans des banques, à savoir : l'ajustement des pondérations du risque, les règles sur la constitution de provisions pour créances irrécouvrables, les réserves déposées auprès de la banque centrale et le plafonnement des expositions interbancaires. D'autres instruments, comme le plafonnement du ratio service de la dette/revenu des ménages et les règles relatives aux asymétries de devises, à condition d'avoir été préalablement mis en place, devraient contribuer à atténuer les effets d'une explosion des cours des produits de base.

Exemples d'instruments servant les objectifs prudentiels		Tableau 2
Règles régissant :	Mesures	
les prêts bancaires	Plafonnement du ratio prêt/valeur pour les hypothèques Plafonnement du ratio service de la dette/revenu des ménages Règles sur le taux d'intérêt de référence rémunérant les prêts hypothécaires Règles sur les asymétries de devises des emprunteurs Plafonnement de la croissance du crédit (agrégé ou par secteur)	
les bilans des banques	Ratios de fonds propres de nature contracyclique (pouvant inclure des exigences de fonds propres supplémentaires en fonction de l'accélération de l'activité de prêt bancaire). Provisionnement dynamique Ajustement des pondérations de risque des actifs Règles sur les provisions pour créances irrécouvrables Plafonnement des ratios prêts/dépôts et ressources de base, et autres exigences de liquidité Réserves déposées par les banques auprès de la banque centrale Plafonnement des expositions interbancaires (intérieures ou transfrontières) Exigences supplémentaires de fonds propres applicables aux établissements d'importance systémique	
les sûretés utilisées dans les financements de gros	Prévention de la variation procyclique dans les marges ou décotes minimales (ou mesure visant à rendre une telle variation contracyclique)	

Source : Turner (2012).

⁸ Hannoun (2010) établit une liste des divers cadres d'orientation politique qui influent sur la stabilité financière.

Une étude réalisée à la demande du Conseil d'administration du FMI évalue l'efficacité de 10 politiques macroprudentielles parmi celles qui figurent ci-dessus, pour gérer quatre types différents de risques systémiques (Lim *et al.* (2011, p. 9)) :

- Risques provenant d'une forte expansion du crédit et une flambée des prix des actifs induite par le crédit ;
- Risques découlant d'un effet de levier excessif et de son inversion ;
- Risque de liquidité systémique ;
- Risques liés à des flux de capitaux importants et volatils, y compris des prêts en devises.

Chacun de ces risques peut avoir un impact sur les phases d'envolée puis de chute des cours des produits de base. Le choix de l'instrument dépend du type de risque systémique même si, souvent, plusieurs instruments ont servi à le cibler. Il y a lieu de prendre en compte un certain nombre de considérations selon les circonstances, à savoir :

- Un instrument ou plusieurs. Le recours à plusieurs instruments a l'avantage de permettre de cibler le même risque sous des angles différents. Par analogie avec l'économie du bien-être concernant les questions de fiscalité, Le recours à divers instruments peut induire moins de distorsions et être plus difficile à éviter qu'une forte dépendance à l'égard d'un seul et unique instrument. Par contre, les inconvénients sont les difficultés de la mise en œuvre des divers instruments et le manque de connaissances sur la complexité de leurs interactions.
- Une approche générale ou une approche ciblée. Une approche ciblée peut être nécessaire pour gérer les cycles des cours d'un produit de base, mais impose plus de contraintes en termes de données et l'analyse.
- Règles ou libre interprétation dans l'application des politiques. Il faudrait privilégier les règles dans la mesure du possible, par exemple pour le provisionnement dynamique et les volants de fonds propres de conservation, mais cela n'est pas toujours possible.
- Provisions fixes ou variables dans le temps, par exemple pour les ratios prêt/valeur. En théorie, il est utile de varier les provisions sur le cycle. Dans la pratique, cependant, il peut être difficile ou malavisé de concevoir des règles automatiques régissant une telle variation. Et les politiques discrétionnaires peuvent s'avérer procycliques compte tenu des retards à reconnaître le problème, à décider de la solution et à la mettre en œuvre.
- Coordination avec d'autres politiques. Les politiques macroprudentielles qui sont bien coordonnées avec les politiques monétaire et budgétaire seront les plus efficaces. La façon précise dont elles devraient être reliées est cependant complexe (*infra*).

Il n'y a pas lieu de conclure que chaque pays devrait s'efforcer de mettre en œuvre un vaste catalogue de mesures possibles de politique macroprudentielle. Certaines mesures sont adaptées à certains pays mais pas à d'autres. Dans quelques pays africains, les banques opèrent déjà avec de très hauts niveaux de liquidité, et leur imposer de nouvelles exigences en la matière n'aurait guère d'effet. Mais ce ne sont pas nécessairement les économies les plus avancées qui ont eu le plus recours aux mesures macroprudentielles ; en fait, du fait de leur vulnérabilité aux chocs, qui s'explique notamment parce qu'elles doivent emprunter en devises, les économies

émergentes (le Chili en particulier) ont été incitées à mettre en place des mesures prudentielles pour limiter les asymétries de devises et imposer des taxes sur les emprunts en devises.

Il convient, par ailleurs, de rappeler que les politiques macroprudentielles ne devraient pas être imposées pour corriger des politiques monétaire et budgétaire inadaptées. Il ne faudrait pas compenser une explosion du crédit résultant de taux d'intérêt excessivement faibles par un plafonnement des prêts bancaires. Dans certains cas, les politiques même qui peuvent servir les intérêts macroprudentiels ont été utilisées à des fins bien différentes, et notamment à des fins de répression financière ou pour générer un financement peu coûteux pour l'État en exigeant des banques qu'elles détiennent des liquidités sous forme de titres de dette publique.

4. Utiliser les politiques macroprudentielles pour gérer une envolée des cours des produits de base

Une défi difficile à relever par les autorités est d'identifier la tendance et le cycle des cours des produits de base : il n'est pas évident de déterminer quand une hausse s'inscrit dans une trajectoire ascendante vers un nouveau niveau, ou s'il ne s'agit que d'un choc temporaire qui s'inversera et, en pareil cas, dans combien de temps⁹. Ce défi revêt un intérêt particulier à présent, de nombreux produits de base s'étant fortement appréciés ces dix dernières années, inversant plusieurs décennies de stabilité, voire de recul, par rapport au niveau global des cours (graphique 1). Si le renchérissement est durable, alors l'économie peut ajuster ses dépenses à la hausse, le pays étant désormais plus riche. Mais s'il est temporaire, il faudrait s'attacher à compenser les mouvements de dépenses, les flux financiers et les prix des actifs, puisque ces derniers finiront par s'inverser.

La politique budgétaire sera sans doute le principal outil d'atténuation des effets des chocs des cours des produits de base dans les pays exportateurs de ressources naturelles, les exportateurs de pétrole et de gaz surtout, car une part importante des recettes d'exportation revient directement à l'État sous forme de taxes et de redevances. En s'appliquant à budgétiser sur la base d'un prix prudent pour la ressource au lieu de suivre fidèlement les fluctuations du cours mondial, les États peuvent utiliser la politique budgétaire d'une façon contracyclique de façon à lisser les fluctuations de la demande et à éviter des plans de dépense intenables. Une solution est d'utiliser une moyenne mobile des cours des produits de base sur plusieurs années pour calculer les recettes pouvant être consacrées à la dépense, le reste étant mis de côté. L'épargne ainsi constituée devrait alors servir à amortir la chute des dépenses quand les cours mondiaux sont inférieurs à la moyenne mobile (Davis, Ossowski et Fedelino (2003)).

La politique monétaire peut aussi servir à faire face aux chocs des cours des produits de base¹⁰. Elle devrait, en principe, composer avec les chocs temporaires

⁹ Cashin, McDermott et Pattillo (2004) ont constaté que pour environ la moitié des pays d'Afrique, la demi-vie des variations des termes de l'échange était d'environ quatre ans, tandis que pour un tiers d'entre elles, elle était supérieure à sept ans.

¹⁰ Cette question a été examinée lors d'une réunion de gouverneurs qui s'est tenue à la BRI le 23 juin 2012.

d'inflation, qui représentent simplement des variations des prix relatifs, mais également contrer les effets de second tour susceptibles de former une spirale inflationniste. Un moyen de procéder serait de cibler une variable d'inflation sous-jacente qui exclut les composantes les plus instables (et, de ce fait, temporaires). Dans les pays d'Afrique, cependant, en raison de l'importance de l'alimentation et de l'énergie dans la consommation, une mesure qui exclut ces deux postes peut donner des signaux erronés de tensions inflationnistes sous-jacentes.

Un autre dilemme pour les banques centrales a trait aux effets du « syndrome hollandais » de l'envolée des cours des exportations de produits de base, et plus particulièrement de ressources naturelles. Si la politique monétaire est resserrée pour résister aux tensions inflationnistes, le cours de change peut alors s'apprécier, ce qui produit un effet d'éviction des secteurs non producteurs de ressources naturelles. Si le choc est permanent, cela peut être inévitable en l'absence de mesures de stimulation de l'investissement et de la productivité dans le secteur manufacturier mais, s'il est temporaire, il peut conférer une volatilité peu souhaitable à l'économie et infliger des pertes au secteur non producteur de ressources. Si l'envolée des cours des produits de base s'accompagne d'entrées de capitaux, le dilemme en sera accentué, une hausse des taux d'intérêt pouvant attirer encore plus de capitaux étrangers.

Une autre solution serait d'intervenir sur les changes, d'acquérir des réserves de change et de stériliser les éventuels excès de liquidité intérieure. Il reste qu'il y a des limites à la stérilisation et qu'une intervention stérilisée peut aussi avoir des coûts budgétaires si le taux d'intérêt applicable aux emprunts intérieurs dépasse la rémunération des réserves de change. La stérilisation peut ainsi être incomplète dans la pratique et entraîner une expansion excessive du crédit, signe que des politiques macroprudentielles visant à limiter les prêts bancaires peuvent être souhaitables. Un resserrement des critères de prêt peut éviter que les répercussions de l'envolée des cours des produits de base causent des problèmes ultérieurs aux emprunteurs (et aux banques qui leur prêtent) lorsque prend fin la phase d'expansion.

Dans une économie où le compte capital a été libéralisé pour permettre aux résidents d'emprunter à l'étranger, les asymétries de devises peuvent causer des problèmes quand le cours de change se déprécie sensiblement. La dépréciation peut rendre plus difficile le service de la dette en devises et mettre en péril la solvabilité des établissements financiers. La stabilité du système financier tout entier pourrait s'en trouver menacée. Ainsi, il y a lieu d'imposer des limites prudentielles à l'exposition en devises lorsque les restrictions imposées sur les flux de capitaux sont assouplies. De telles limites, qui pourraient être modifiées en fonction de l'état de l'économie, peuvent être particulièrement nécessaires pendant les périodes d'afflux massifs de capitaux.

Des mesures spécifiques de resserrement des conditions de prêt peuvent aussi être nécessaires, comme la réduction des ratios prêt/valeur ou dette/revenu. Elles peuvent, en outre, cibler des secteurs précis, selon la nature des effets secondaires d'une plus grande liquidité du système bancaire. De plus, il peut être souhaitable, comme le suggérait le rapport susmentionné du FMI, d'utiliser plusieurs instruments pour cibler un même problème. Il sera dès lors essentiel d'avoir une connaissance détaillée des interrelations entre le secteur financier et l'économie réelle et de disposer d'indicateurs des difficultés potentielles du secteur financier.

5. Activation/désactivation des instruments macroprudentiels : choix du moment opportun

S'il est fort souhaitable de recourir aux instruments macroprudentiels, les autorités ont besoin d'indicateurs pour pouvoir juger du moment opportun de leur application et de leur retrait. À cet égard, ces instruments sont plus compliqués que les instruments réglementaires microprudentiels classiques, en ce qu'ils associent l'objectif macroéconomique d'atténuation des cycles à l'objectif prudentiel de stabilité financière.

Les travaux de recherche se poursuivent sur l'utilisation de ces outils et avanceront sans nul doute à mesure de l'expérience qui sera acquise en la matière. Les cycles financiers ne sont pas faciles à définir, et le terme « macroprudentiel » sert souvent à qualifier des mécanismes d'amplification ou conjoncturels bien précis. Une étude récente du Comité sur le système financier mondial (CSFM (2012)) fait cependant état de certains indicateurs clés (tableau 3 ci-dessous) correspondant à différents aspects des cycles financiers. Une correspondance peut être établie avec les instruments de politique macroprudentielle, ce qui permettra de décider quand les appliquer et dans quelle mesure.

Indicateurs de tensions financières		Tableau 3
Indicateurs macroéconomiques	Agrégats de crédit larges Mesures du niveau d'endettement soutenable (ratio dette/revenu, ratio service de la dette/revenu)	
Indicateurs du secteur bancaire	Tests de résistance, mesures du risque bancaire Asymétrie des échéances et des monnaies Ratios de levier Indicateurs des vulnérabilités en matière de financement Profits et pertes	
Indicateurs fondés sur le marché	Valorisations des actifs sur les marchés boursiers et immobiliers Primes des obligations d'entreprise et des CDS et primes de risque Marges et décotes Primes sur les prêts	
Informations qualitatives	Normes de souscription Qualité des actifs Conditions de crédit	

Source : CSFM (2012).

Lorsqu'il s'agit d'évaluer les effets de l'envolée des cours des produits de base, chacun des grands types d'indicateurs peut être utilisé pour déceler les problèmes présents dans le système financier. Il est, notamment, probable que les effets de contagion à toute l'économie prennent la forme d'une rapide expansion du crédit, que révéleront ultérieurement les indicateurs de vulnérabilité du secteur bancaire, des valorisations excessives sur les marchés boursiers et immobiliers ainsi que des conditions de crédit laxistes et la mauvaise qualité des actifs. Le Gouverneur de la Banque de Réserve de l'Inde, M. Subbarao, a souligné que, s'agissant de la décision de mettre en place des mesures prudentielles, la principale difficulté pour les responsables de la réglementation est de trouver une voie évitant les erreurs de type I (imposer trop hâtivement des volants de sécurité par excès de prudence) et

les erreurs de type II (trop tarder à intervenir et donc risquer l'implosion)¹¹. Bien des crises ont témoigné du danger de trop tarder. Mais une intervention de l'organisme de réglementation sans qu'ait été établi de manière probante l'existence de problèmes peut être tout autant inopportune. Il est ainsi arrivé que des politiques mises en place au mauvais moment accentuent le cycle.

6. Mesures prudentielles ou contrôles sur les capitaux

La distinction entre mesures prudentielles et contrôles sur les capitaux, qui n'est pas toujours bien nette, peut dépendre de l'instrument lui-même ainsi que de la raison pour laquelle il a été utilisé (FMI (2011)). Par exemple, la limitation des emprunts et prêts en devises peut être imposée pour des raisons liées à la balance des paiements, ou dans le but de préserver la solidité des établissements financiers. Les contrôles généralisés de nature quantitative sur les capitaux sont plus souvent motivés par des raisons autres que prudentielles tandis que les contrôles fondés sur le marché, qui ciblent des types de flux bien précis, sont généralement de nature prudentielle (ou macroprudentielle). Un exemple de ces derniers est une taxe prélevée sur les emprunts en devises pénalisant davantage les flux à court terme que les flux à long terme. Il peut être souhaitable de limiter les entrées à court terme qui peuvent causer volatilité et instabilité financière sachant que leur retrait est plus facile. Une taxe, qui correspond à un certain montant en pourcentage du principal, aura un effet plus grand sur les rendements pour de courtes périodes de conservation et donc décourage, en principe, la conservation à court terme. Toutefois, les contrôles sur les capitaux peuvent faire l'objet de contournements, et le Chili, qui, à diverses reprises, a imposé une taxe de ce type quand les entrées étaient fortes, l'a ensuite abandonnée pour cette raison.

En outre, les mesures prudentielles viseront sans doute les types d'établissements dont la stabilité est essentielle à l'économie, comme les établissements bancaires. Cependant, compte tenu de l'interdépendance du système financier, il pourra être difficile de maintenir cette distinction. Les banques peuvent échapper aux limitations des emprunts en devises par des transactions hors bilan ou par les activités des établissements financiers non bancaires avec lesquels elles ont des liens. Elles seraient ainsi indirectement touchées par les problèmes d'asymétrie de devises de par leurs activités de hors bilan ou leur exposition aux établissements financiers non bancaires. Cela a été le cas surtout pendant la crise financière qui a frappé l'Asie en 1997-98, d'où l'importance de mesures macroprudentielles qui font état de l'activité en dehors du système bancaire.

7. Mesures prudentielles, politique monétaire et banque centrale

Les mesures macroprudentielles doivent être coordonnées avec les politiques monétaire et budgétaire. Un corollaire est que les politiques macroprudentielles ne devraient pas servir à compenser une politique monétaire excessivement restrictive

¹¹ Subbarao (2011).

ou accommodante. Ainsi, si une orientation monétaire accommodante alimente une explosion du crédit, il convient de la resserrer et non d'imposer des restrictions aux prêteurs. Dans la plupart des cas, les deux politiques, macroprudentielle et monétaire, doivent être (ré)orientées dans la même direction. Mais il peut arriver qu'elles aient à prendre des voies différentes. Il faut, par exemple, resserrer les politiques macroprudentielles à la suite d'une envolée des cours des produits de base, sans nécessairement accroître les taux d'intérêt intérieurs parce que l'appréciation de la monnaie a déjà durci les conditions monétaires.

Une autre question est de savoir quelles institutions devraient être chargées de la réglementation macroprudentielle : la banque centrale, une autre instance, ou bien faudrait-il prévoir une responsabilité partagée ? En Afrique, comme ailleurs, différents modèles institutionnels ont été adoptés en matière de réglementation financière. Dans certains pays (Lesotho, Malawi, Seychelles), la banque centrale est le seul organisme de réglementation du système financier, tandis qu'au Nigéria, elle est le principal régulateur dont relèvent divers autres. En Afrique du Sud, la banque centrale ne réglemente que les banques, tandis que l'autorité des services financiers est chargée du secteur financier non bancaire ; une formule semblable existe au Swaziland depuis 2010. D'autres pays (Angola, Égypte, Maurice, Maroc, Tunisie, Ouganda, Zambie) confient la réglementation de tous les établissements collecteurs de dépôts à la banque centrale, un ou plusieurs organes distincts étant chargés de la réglementation de l'assurance et des marchés financiers. À Maurice, il existe un mémorandum d'accord spécifique, précisant les modalités de la coopération entre la banque centrale et la Commission des services financiers. En Algérie, les règles bancaires sont publiées par le Conseil de la monnaie et du crédit, en collaboration avec la banque centrale, qui les met en œuvre. Dans la zone franc CFA ouest-africaine (UEMOA), une commission bancaire distincte partage la réglementation du secteur bancaire avec la banque centrale (BCEAO), mais la responsabilité prudentielle globale revient au Conseil des ministres de la zone, et les ministères des Finances jouent un rôle en matière d'approbation de licences bancaires, de suspension des opérations et de liquidation des établissements financiers sur le territoire national. D'autres entités régionales réglementent les établissements financiers non bancaires de la zone. Un modèle institutionnel similaire a été adopté par la Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale (CEMAC, zone franc), la banque centrale (Banque des États d'Afrique centrale, BEAC) partageant la compétence en matière de contrôle bancaire.

Il existe plusieurs modèles institutionnels de conception et de mise en œuvre des politiques macroprudentielles¹². Si la responsabilité des politiques macroprudentielles (ou, au cas où d'autres organismes sont concernés, la responsabilité première) devrait être confiée à la banque centrale, c'est parce que c'est elle qui veille à la fois à la surveillance macroéconomique et à la surveillance du système financier. Elle est souvent l'institution publique qui entretient les liens les plus étroits avec le marché, et une telle expertise peut faire défaut dans bon nombre de pays. Quoiqu'il en soit, la banque centrale devrait être au fait des problèmes systémiques pour pouvoir s'acquitter de ses principales responsabilités et devrait dès lors jouer un rôle ou un autre à cet égard. Mais il y a le risque de lui faire assumer une charge excessive, dans un contexte où, en raison de leur manque d'indépendance à l'égard des autorités budgétaires, bon nombre de banques

¹² Voir le document « Objectifs et dispositifs de stabilité financière : dernières évolutions » établi en vue de la présente réunion.

centrales africaines n'ont pas été en mesure de réaliser l'objectif essentiel, inscrit dans leur mandat, de maintien de la stabilité des prix.

Dans les pays où un autre organisme est déjà chargé de réglementer les établissements, il y a peut-être des avantages à prévoir un partage de responsabilité avec la banque centrale pour ce qui est des politiques macroprudentielles. Cependant, un modèle décentralisé, dans lequel un organisme est chargé du contrôle des banques, un autre des sociétés d'assurance, et ainsi de suite, n'est pas la solution dans ce contexte, en raison de la nature des risques systémiques et de l'interdépendance des systèmes financiers. C'est pourquoi il y aurait lieu, en toute logique, de confier à un organe suprême – la banque centrale ou une autre instance, ou un organisme de coordination – le contrôle macroprudentiel de tous les secteurs financiers. Au Maroc, un projet de loi bancaire confère à la banque centrale la responsabilité de veiller à la stabilité financière et prévoit que la gestion des risques systémiques passe par une coordination entre les différents organismes. De plus, lorsque l'intégration financière régionale est importante, il est primordial de coordonner efficacement les activités macroprudentielles des différents pays de la région, plutôt que de les laisser évoluer de manière indépendante.

8. Conclusion

Les politiques macroprudentielles en sont à un stade peu avancé et se perfectionneront avec l'expérience. Un grand nombre d'outils ont été identifiés, mais ne sont pas tous ciblés ou efficaces, et l'outil à utiliser dépendra de la situation à laquelle est confrontée un pays : le type de choc, la structure de l'économie et le socle institutionnel. Les travaux basés sur l'étude transfrontière du FMI (Lim *et al.* (2011)) susmentionnée ont conclu que, bien souvent, plusieurs outils pouvaient permettre d'obtenir de meilleurs résultats s'ils étaient utilisés conjointement et que leur efficacité était renforcée par la coordination avec les politiques monétaire et budgétaire. Dans les économies africaines fortement tributaires des exportations de produits de base, les outils macroprudentiels peuvent compléter les politiques monétaire et budgétaire pour éviter qu'un cycle envolée-chute des cours nuise gravement à l'économie tout entière.

S'agissant des pays africains, la voie à suivre sera influencée par l'évolution de leurs systèmes financiers et de l'environnement économique global. Un passage généralisé à des économies plus libéralisées, assorti de contrôles réduits sur les capitaux et d'un régime de change souple, accroît l'action des forces du marché et améliore l'efficacité économique, mais peut aussi appeler un resserrement de la réglementation prudentielle. La vulnérabilité à des chocs extérieurs conjuguée aux effets généralisés sur le système financier intérieur met en avant l'utilité des instruments macroprudentiels. Il est néanmoins important de rappeler que les politiques macroprudentielles ne devraient pas être vues comme des substituts à la discipline monétaire et budgétaire ; plus particulièrement, il ne faudrait pas les utiliser pour compenser les effets préjudiciables de politiques macroéconomiques insoutenables.

Annexe

Indicateurs macroéconomiques

Variation cumulée, en %

Tableau A1

	Croissance réelle du crédit ¹			Inflation IPC ²			Cours de change effectifs réels ²		
	2003- 2005	2006- 2008	2009- 2011	2003- 2005	2006- 2008	2009- 2011	2003- 2005	2006- 2008	2009- 2011
Afrique du Sud	42,8	34,5	-4,1	7,5	26,9	16,7	26,5	-29,0	24,6
Algérie	50,8	41,7	23,3	7,8	14,1	15,2	-6,2	1,5	0,6
Angola	68,9	310,0	76,2	174,4	41,9	46,4	58,8	49,1	3,0
Botswana	19,1	42,9	19,3	27,7	33,4	24,1	-9,1	-9,0	10,3
Égypte	9,6	7,7	-22,7	21,6	39,9	36,1	-21,1	27,7	13,1
Éthiopie	23,6	13,5	...	28,7	95,4	66,8	3,0	42,0	-15,2
Ghana	55,8	123,9	25,5	58,6	47,7	36,7	18,2	-2,5	-6,6
Kenya	3,1	33,3	37,6	32,8	30,9	33,8	20,2	8,3	-8,3
Lesotho	-35,8	50,2	57,3	15,0	30,1	16,0	49,6	-21,8	25,3
Malawi	68,6	191,2	104,3	45,5	30,2	25,5	-22,5	8,1	-10,0
Maroc	22,0	63,5	28,8	4,5	9,8	1,5	-4,3	3,1	-7,5
Maurice	45,8	28,6	13,0	14,0	29,4	12,9	-8,5	9,2	10,0
Mozambique	2,7	80,3	57,1	38,0	28,1	28,2	-1,0	17,0	0,2
Nigéria	35,8	234,8	-32,6	52,0	33,1	40,5	24,6	16,8	2,7
Ouganda	33,1	94,9	47,2	18,6	33,2	45,3	-1,8	6,1	14,4
République démocratique du Congo	273,6	371,4	-6,0	38,3	65,8	94,5	...	...	...
Seychelles	49,7	43,7	-12,7	5,7	91,0	3,2	-15,8	-44,7	12,5
Swaziland	94,0	24,5	18,9	16,3	29,9	17,7	18,2	-14,9	13,0
Tanzanie	115,6	99,6	24,8	14,3	28,8	41,9	-21,6	5,1	-6,1
Tunisie	17,0	20,5	32,5	9,6	12,9	12,1	-10,6	-5,1	-2,5
Zambie	46,6	148,0	4,6	59,5	37,4	27,1	68,0	-8,4	1,8
UEOMA (BCEAO) ^{3,4}	34,7	54,0	41,9	5,3	14,4	5,2	-1,4	11,3	-8,4
CEMAC (BEAC) ^{3,5}	31,2	89,3	77,6	5,0	12,8	9,9	1,3	12,1	-6,2

¹ Variation cumulée du crédit au secteur privé, ajustée des variations de l'IPC d'une année sur l'autre, en %. ² Variation cumulée sur trois ans des données de fin d'exercice, en %. ³ Moyenne pondérée sur la base des PIB et PPA de 2005. ⁴ Bénin, Burkina Faso, Côte-d'Ivoire, Guinée-Bissau, Mali, Niger, Sénégal et Togo. ⁵ Cameroun, République centrafricaine, Tchad, République du Congo, Guinée équatoriale et Gabon.

Source : FMI.

Évolution des cours des produits de base¹

Variation cumulée, en %

Tableau A2

	2003–05	2006–08	2009–11	2012
Pétrole brut	101,8	-30,2	138,0	-10,6
Produits de base non combustibles	30,9	4,8	49,5	4,7
Matières premières agricoles	5,7	-13,3	48,5	3,2
Coton	2,4	-1,9	72,1	-12,7
Café	53,2	42,0	36,1	-10,3
Cacao	-25,4	60,1	-9,1	10,5
Métaux	108,8	-7,1	78,7	0,3
Cuivre	187,3	-32,2	143,4	5,4
Or	53,6	60,0	101,2	2,6
Minerai de fer	121,7	149,0	95,0	-5,6
Produits manufacturés	15,6	8,2	15,4	0,9

¹ Sur la base de cours en dollars des États-Unis.

Source : FMI, Datastream.

Bibliographie

Auty, R. (1993) : *Sustaining development in mineral economies: the resource curse thesis*, Routledge.

Bainomugisha, A., H. Kivengyere et B. Tusasirwe (2006) : « Escaping the oil curse and making poverty history: a review of the oil and gas policy and legal framework for Uganda », *ACODE Policy Research Series*, n° 20, Kampala, Ouganda, Advocates Coalition for Development and Environment.

Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2010) : « *Bâle III : dispositif international de mesure, normalisation et surveillance du risque de liquidité* », Bâle, décembre. www.bis.org/publ/bcbs188_fr.pdf.

——— (2011), « Bâle III : dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires », Bâle, www.bis.org/publ/bcbs189.pdf.

Borio, C. (2003) : « Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation? », *BIS Working Papers* n° 128, février, www.bis.org/publ/work128.htm.

Borio, C. et W. White (2004) : « Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes », *BIS Working Papers*, n° 147, février, www.bis.org/publ/work147.htm.

Comité sur le système financier mondial (2012) : « Operationalising the selection and application of macroprudential instruments », *CGFS Papers*, n° 48, Bâle, décembre, www.bis.org/publ/cgfs48.htm.

Davis, J., R. Ossowski, J. Daniel et S. Barnett (2001) : « Stabilization and savings funds for nonrenewable resources: experience and fiscal policy implications », *IMF Occasional Paper*, n° 205, Fonds monétaire international, avril.

Davis, J., R. Ossowski et A. Fedelino (eds) (2003) : *Fiscal policy formulation and implementation in oil-producing countries*, Fonds monétaire international.

FMI (2011): « Recent experiences in managing capital inflows – cross-cutting themes and possible policy framework », février.

Lim, C., F. Columba, A. Costa, P. Kongsamut, A. Otani, M. Saiyid, T. Wezel et X. Wu (2011) : « Macroprudential policy: what instruments and how to use them? Lessons from country experiences », *IMF Working Paper*, WP/11/238, Fonds monétaire international, octobre.

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

Hahm, J-H., F. Mishkin, S-S. Hyun et K. Shin (2012): « Macroprudential policies in open emerging economies », *NBER Working Paper*, n° 17780, National Bureau of Economic Research, janvier.

Hannoun, H. (2010): « Towards a global financial stability framework », allocution prononcée à la 45^e Conférence des gouverneurs de l'Asie du Sud-Est (SEACEN), Siem Reap province, Cambodge, 26–27 février, www.bis.org/speeches/sp100303.htm.

Mboweni, T. (2007) : « The commodity price boom and the South African economy », intervention de M. T. T. Mboweni, Gouverneur de la Banque de Réserve

d'Afrique du Sud, lors du dîner organisé à l'occasion des Regional Business Achievers Awards de la Businesswomen's Association, Pretoria, 27 juin.

Ryoo, S. C. and C. Hong (2011): « Countercyclical tools: a comparative assessment », « Macroprudential regulation and policy », *BIS Papers* n° 60, www.bis.org/publ/bppdf/bispap60.htm.

Subbarao, D. (2011) : « India and the global financial crisis: what have we learnt? », K. R. Narayanan Oration, Australian National University, Canberra, 23 juin.

Turner, P. (2012) : « Macroprudential policies in EMEs: theory and practice », « Financial sector regulation for growth, equity, and stability », *BIS Papers*, n° 62, www.bis.org/publ/bppdf/bispap62m.pdf.

Émission de dette publique et banques centrales – l'expérience du Kenya

L'émission de dette publique au Kenya

L'émission des titres de dette publique est gérée par la Banque centrale du Kenya (CBK), agent financier du Trésor public. Le Trésor reste responsable, en dernier ressort, des décisions finales relatives au volume global de l'emprunt, et la CBK prend les décisions relatives à la taille et aux modalités des adjudications.

Relation entre stratégie de gestion de la dette et processus d'emprunt

Le Trésor publie une stratégie de gestion de la dette à moyen terme (Medium Term Debt Strategy) qui couvre les besoins prévus sur une période de trois ans et oriente le financement du déficit budgétaire. Cette stratégie est un outil de gestion publique lié au cadre budgétaire à moyen terme, et elle repose sur les recettes et les dépenses prévues compte tenu des estimations de la croissance économique. La stratégie respecte un équilibre entre les coûts et les risques afin d'établir des limites viables pour les emprunts et garantir ainsi l'intégralité du service de la dette, en tenant compte d'un large éventail de chocs possibles.

La stratégie de gestion de la dette est un outil essentiel pour faciliter les décisions des pouvoirs publics, éviter un endettement onéreux ou une vulnérabilité budgétaire et améliorer les relations avec les investisseurs, y compris les partenaires pour le développement. En outre, cette stratégie comprend des initiatives destinées à développer un marché intérieur dynamique pour la dette.

Une fois le cadre budgétaire adopté, la CBK élabore un programme d'emprunt fondé sur la stratégie de gestion de la dette à moyen terme pour fixer le montant à emprunter, tout en remboursant les titres arrivant à échéance à un coût optimal. Dans le cadre de la préparation des programmes d'emprunt, les éléments suivants sont pris en compte : l'orientation des taux d'intérêt, les conditions de marché et la structure des échéances de la dette intérieure. Le calendrier d'émission actuel couvre tous les titres du Trésor : des bons à 91, 182 et 364 jours sont proposés toutes les semaines, et des obligations du Trésor une fois par mois.

Les titres sont émis selon la technique de l'adjudication à prix multiples fondée sur les taux d'intérêt proposés par les enchérisseurs. Cette pratique stimule la détermination des prix, ce qui est essentiel pour les échanges sur le marché secondaire. En soumettant des offres pour des obligations du Trésor aux échéances allant jusqu'à 10 ans, le marché peut fixer le coupon des obligations, ce qui révèle des informations essentielles sur les prix. Celles-ci sont prises en compte lors de l'élaboration et de la mise en œuvre de la politique monétaire, créant ainsi une courbe des rendements implicite.

1. Mesures prises pour allonger l'échéance de la dette publique émise sur le marché intérieur

Les émissions de dette publique sur le marché intérieur répondent principalement à l'objectif budgétaire de financement des déficits publics au moindre coût, tout en maintenant le risque à un niveau prudent. L'un des déterminants les plus importants de la stratégie d'emprunt est le *risque de refinancement*. L'allongement de la structure des échéances de la dette est donc le résultat d'initiatives visant délibérément à limiter les risques de refinancement.

Au cours de la dernière décennie, la CBK a entrepris une série de réformes visant à développer les marchés nationaux de la dette. À la suite du nouvel élan donné au programme d'émission d'obligations du Trésor, et en partenariat avec le Trésor et les intervenants de marché, la CBK a créé le Market Leaders forum. L'objectif du programme d'émission d'obligations du Trésor était alors de restructurer le portefeuille de la dette intérieure, qui se composait d'obligations et de bons du Trésor dans la proportion de 24 contre 76.

Le Market Leaders Forum s'est donc fixé les objectifs suivants : premièrement, placer des titres d'État auprès d'investisseurs potentiels avec qui ils sont en relation ; deuxièmement, conseiller la CBK et le Trésor au sujet de faits récents intervenus sur les marchés obligataire et monétaire pouvant avoir des incidences directes sur les nouvelles émissions ; troisièmement, proposer l'émission d'instruments de dette adéquats pour diversifier la gamme des produits proposés et, en conséquence, garantir la stabilité des marchés financiers. Ces objectifs posent les bases de futures réformes.

Sous l'effet du programme de réformes mené par la CBK et des efforts du Market Leaders forum, le marché obligataire kenyan a été reconnu comme l'un des marchés obligataires à la plus forte croissance en Afrique subsaharienne. Quelques-unes des initiatives prises pour allonger la structure des échéances des titres d'État émis sur le marché intérieur sont détaillées ci-après.

a. Mise en œuvre du benchmark bonds programme

Dans les premières phases du programme pour les obligations de référence, l'émission d'obligations à taux fixe (y compris d'obligations à coupon zéro) à différentes échéances s'est déroulée sans recherche délibérée d'allongement des échéances. Cependant, la récente volonté de développer des marchés secondaires pour les titres d'État a fait que les obligations à 2, 5, 10, 15 et 20 ans sont devenues des obligations de référence. Cette étape a été décisive pour réduire la fragmentation du marché obligataire et créer la liquidité nécessaire à la mise en place d'une courbe des rendements solide et fiable. Elle a aussi joué un rôle important dans la diminution des risques de refinancement en allongeant la structure moyenne des échéances de la dette intérieure.

b. Allongement de la courbe des rendements

Consciente de la nécessité de fournir une référence appropriée en matière de prix pour le secteur privé, en particulier pour les acteurs souhaitant proposer des financements à long terme, la CBK a allongé la courbe des rendements, en 2010 et 2011, à 25 puis 30 ans. Cette initiative n'a pas seulement donné confiance au secteur privé, elle a aussi contribué à l'allongement des échéances de la dette intérieure de l'État.

c. Réouverture d'émissions obligataires à moyen et long terme

En septembre 2007, le Market Leaders Forum a noté que le marché obligataire kényan était très fragmenté, avec de nombreuses émissions de petite taille éparpillées le long de la courbe des rendements. Cette fragmentation a rendu le marché obligataire illiquide, induisant une certaine volatilité et allant à l'encontre du processus d'approfondissement du marché.

La CBK a entrepris avec succès la réouverture de l'émission d'obligations du Trésor en avril 2009. La première obligation proposée à la réouverture était une obligation à 5 ans. Par la suite, la liquidité est passée de 4,4 milliards à 10 milliards de shillings kényans (KES). Depuis le début de ce programme, les émissions réouvertes ont entraîné une hausse des échanges à la Bourse de Nairobi (NSE), ce qui a contribué à la réalisation de l'objectif principal de développement du marché secondaire. Du fait que les réouvertures ont concerné principalement des obligations à moyen ou long terme, la dette de l'État est, désormais, relativement bien répartie, avec des échéances allant de 2013 à 2041.

d. Obligations d'infrastructure

Un nouvel instrument à long terme, introduit en décembre 2009, a connu un grand succès. Cet instrument, exonéré de retenue à la source, a été créé pour financer des projets prioritaires bien définis dans le secteur des infrastructures publiques.

e. Diversification de la base d'investisseurs

L'allongement des échéances des titres émis par l'État n'aurait pas été possible sans la libéralisation des secteurs des pensions et des assurances. Le Kenya a commencé à réformer le secteur des prestations de retraite en créant la Retirement Benefits Authority en 1997 afin de guider l'évolution du secteur. Cette étape a été importante, puisqu'auparavant des fonds de pension privés et publics, ainsi que des régimes de prévoyance, étaient présents dans le pays sans être encadrés par des règles claires.

Outre la collecte des ressources des cotisants, il était évident que le secteur avait un potentiel de croissance important et longtemps négligé, et qu'il était nécessaire de modifier sa structure de gouvernance. À l'époque, le National Social Security Fund (NSSF) était le principal régime public de retraite du pays et il gérait toutes les cotisations obligatoires. En outre, la couverture par les régimes existants était si faible qu'il était nécessaire de commencer à l'étendre pour couvrir une part plus importante de la population.

Cette étape a représenté une avancée importante dans le développement des marchés, puisque les efforts du gouvernement visant à structurer et réformer le secteur des retraites se sont traduits par un accroissement de l'activité des régimes de retraite, aussi bien du NSSF que des caisses privées, sur les marchés de la dette. Le nouveau cadre réglementaire a fourni des lignes directrices encadrant un grand nombre d'investissements. Par exemple, les fonds de pension étaient tenus d'investir 70 % de leurs actifs dans des titres d'État. Cette exigence a contribué à ouvrir les marchés de la dette à une nouvelle catégorie d'investisseurs souhaitant réaliser des investissements à moyen ou long terme. Cette stratégie a aussi été utilisée pendant la réforme du secteur des assurances.

En janvier 2009, dans le but d'accroître la participation des petits investisseurs, la CBK a réduit les montants minimums requis pour investir dans les bons et obligations du Trésor. Ces montants sont ainsi passés de 1 000 000 de KES à

100 000 KES et 50 000 KES, respectivement. L'objet de cette initiative était d'encourager les petits investisseurs à augmenter leur niveau d'épargne en leur fournissant davantage de possibilités d'investissement, et aussi, plus généralement, de promouvoir l'inclusion financière.

Initialement, les entreprises publiques devaient détenir un volume important de titres d'État ; avec la libéralisation, d'autres intervenants sont arrivés sur le marché, notamment des banques commerciales, des fonds de pension et des compagnies d'assurance. La base d'investisseurs actuelle est diversifiée : elle se compose de banques commerciales, de fonds de pension, de compagnies d'assurances, d'organismes parapublics et de petits investisseurs.

f. Stratégie de gestion de la dette

En juin 2009, les autorités financières ont publié leur première stratégie officielle de gestion de la dette à moyen terme (appelée « 2009 MTDS », pour « Medium Term Debt Strategy »), qui englobe les exercices 2009-2010 à 2011-2012. Cette stratégie a été mise en place pour répondre, principalement, aux besoins de réduction du risque de refinancement, en particulier au niveau national et de poursuite du développement du marché intérieur de la dette ; les autorités ont mis en avant leur volonté de réduire l'exposition au risque de change émanant de l'endettement. Par conséquent, la stratégie a envisagé un recours important à l'émission de dette sur le marché intérieur pour répondre aux besoins de financement.

La stratégie de gestion de la dette a fourni des repères importants à l'appui de l'objectif d'allongement des échéances des titres d'État. Cette stratégie a contribué à orienter les emprunts intérieurs vers l'émission d'obligations du Trésor à moyen ou long terme, plutôt que de bons du Trésor. Le résultat a été un allongement de l'échéance de la dette, passée d'environ 4,7 ans en 2009 à 6,6 ans en 2012.

2. Influence de la dette émise par l'État sur la structure des taux d'intérêt de marché et sur la liquidité du système bancaire

Dans un paysage financier mondial de plus en plus intégré, et sous l'effet d'une mise en concurrence croissante qui en résulte dans la recherche de financements avantageux, l'émission de titres de dette a évolué vers l'utilisation de procédures et de règles relativement similaires qui facilitent ou encouragent la liquidité des marchés, ainsi qu'une structure des taux d'intérêt prévisible.

Indépendamment des objectifs de gestion de la dette, la structure des échéances de la dette influence le mécanisme de transmission de la politique monétaire. À cet égard, la CBK a continué à mettre en place des initiatives visant à accroître la liquidité des marchés et, ainsi, à avoir une influence positive sur la structure des taux d'intérêt de marché. Ces initiatives sont détaillées ci-après.

a. Amélioration des infrastructures des marchés

En novembre 2009, laCBK a facilité la mise en place d'un système automatisé de négociation et de règlement pour les obligations (Automated Bonds Trading and Settlement System, ou ATS). Le lien créé par ce système entre la Bourse et la CBK permet d'effectuer simultanément des échanges de titres et des règlements en espèces par le biais de l'infrastructure KEPSS, à règlement brut en temps réel, fondée sur un mécanisme de règlement-livraison, ce qui garantit l'efficacité des échanges sur les plans de la sécurité des transactions et de la fixation des prix.

Depuis, le volume quotidien des obligations échangées s'est considérablement accru. Avec la mise en place du système, le volume mensuel échangé a atteint des sommets, à plus de 30 milliards de KES, contre moins de 10 milliards de KES par mois, en moyenne, avant novembre 2009. Le volume des transactions de la Bourse de Nairobi a progressé, passant de 108 milliards de KES en 2009 à 530 milliards de KES en 2012. Cette évolution s'est traduite par une consolidation de la courbe des rendements, une sursouscription lors des adjudications et une baisse des rendements obligataires liée au renforcement de la confiance du marché. Cette évolution a amélioré la confiance sur le marché obligataire, accru sa transparence et redynamisé l'activité de la Bourse, ce qui représente une étape importante pour la croissance globale du marché obligataire.

b. Création d'un marché interbancaire de la pension livrée

Le mécanisme Horizontal Repo a été mis en place en septembre 2008 pour faciliter la répartition de la liquidité et il a contribué à améliorer la gamme des dispositifs de ligne de crédit entre banques commerciales. Malgré quelques difficultés passagères, ce mécanisme a fourni un outil supplémentaire de répartition de la liquidité sur le marché et dans le système bancaire.

L'instauration de ce mécanisme, parallèlement aux autres initiatives liées à l'allongement de l'échéance de la dette publique et aux réformes de la politique monétaire, a considérablement amélioré la liquidité des marchés et créé une structure des taux d'intérêt de marché plus sensible à la politique monétaire.

Comment ces émissions sont-elles coordonnées avec la banque centrale ?

La coordination entre gestionnaires de la dette et autorités monétaires est essentielle, non seulement pour le bon fonctionnement de divers mécanismes de transmission monétaire, mais aussi pour la stabilité du système monétaire et financier.

La CBK est l'agent financier de l'État et du Trésor. Elle collabore étroitement avec eux pour atteindre les objectifs budgétaires fixés par le Trésor, tout en jouant son rôle, essentiel en matière de politique monétaire. Ces autorités travaillent ensemble pour préparer la stratégie de gestion de la dette à moyen terme et gérer les adjudications.

En ce qui concerne la planification des émissions, le Trésor fixe l'objectif d'emprunt, et la CBK élabore un programme d'emprunt pour atteindre cet objectif. Ce calendrier est ensuite pris en compte lors de la mise en œuvre des objectifs des opérations monétaires.

Le comité de gestion des adjudications (Auction Management Committee), auquel il revient de déterminer les résultats des adjudications, se compose de membres du Trésor et des départements de la CBK en charge de la recherche économique, de l'activité bancaire et de l'élaboration et de la mise en œuvre de la politique monétaire.

Dans quelles circonstances la banque centrale devrait-elle émettre ses propres titres de dette, et pour quelle échéance ?

Les banques centrales du monde entier s'efforcent d'atteindre leurs objectifs de politique monétaire dans un contexte d'excès de liquidité dans le système bancaire national. Parmi l'éventail d'instruments disponibles, l'émission de titres de la banque centrale est une stratégie qui a été utilisée efficacement par un certain nombre d'entre elles.

Dans plusieurs pays, les banques centrales ont eu recours à l'émission de titres propres lorsque le marché des titres d'État n'était pas suffisamment développé ou quand les gouvernements hésitaient à émettre un volume qui serait suffisant pour approfondir le marché obligataire. Certaines banques centrales ont émis leurs propres titres en raison de l'absence de titres d'État appropriés, utilisables pour gérer la liquidité du marché.

Dans le cas du Kenya, la CBK n'émet pas ses propres titres. Lorsque cette possibilité a été envisagée, l'un des principaux inconvénients mis en avant a été l'éventualité que le marché considère les bons de la CBK comme étant en concurrence avec les bons du Trésor, ce qui pourrait être source de confusion. C'est pourquoi il conviendrait de mettre l'accent sur les instruments permettant aux banques centrales de gérer la liquidité et sur les instruments d'émission de dette publique, autrement dit à des titres permettant d'approfondir le marché obligataire, au moyen d'actifs sans risque, et d'encourager le secteur privé à participer au développement d'un marché obligataire dynamique, en vue d'établir une source de financement durable.

Au lieu d'émettre ses propres bons, la CBK a convenu avec le Trésor public qu'elle convertirait la dette de ce dernier à son égard en bons du Trésor à 1 an pour une utilisation réservée aux opérations d'*open market*. Ces titres, appelés Central Bank Repo securities, font partie de l'encours de dette détenue sur la marché intérieur.

Expansion des banques nigérianes : a-t-elle permis d'améliorer les cadres réglementaire et prudentiel du continent ?

Sarah O. Alade¹

1. Introduction

Les banques nigérianes se sont implantées dans d'autres pays d'Afrique après la consolidation de 2004 qui a multiplié les exigences minimales de fonds propres par plus de dix. La plupart d'entre elles ont intensifié leurs activités nationales et internationales en étendant leur réseau de succursales sur le marché intérieur et en ouvrant des filiales à l'étranger. Deux banques, United Bank for Africa (UBA) et Access Bank, sont présentes dans plus de 20 pays africains. L'expansion transfrontière, qui est passée par la création de filiales, a accru le nombre des banques en activité dans les pays d'accueil.

Le Nigeria compte 23 banques dont cinq sont à capitaux étrangers, à savoir : Citibank, Ecobank, Stanbic IBTC, Standard Chartered et Nedbank. Si quatre d'entre elles sont présentes au Nigeria depuis un certain temps, Nedbank vient tout juste de se voir accorder une licence et n'a démarré ses activités que cette année. Nous sommes donc en présence d'un système financier où le nombre de banques qui ont des succursales dans le reste d'Afrique sont beaucoup plus nombreuses que les banques étrangères présentes au Nigeria.

Selon la théorie économique, une telle expansion transfrontière devrait avoir bien des avantages, tant pour les banques qui développent leurs activités que pour le système bancaire des pays d'accueil. Les principaux avantages tirés par la banque mère seraient la diversification des risques et de plus grandes possibilités de profit pour les actionnaires. Les systèmes bancaires des pays d'accueil, quant à eux, jouiraient d'une intermédiation accrue et d'une plus grande efficacité attribuable aux avancées technologiques, à des taux d'intérêt réduits et à une intensification de la concurrence.

Les pays se sont pour la plupart félicités de l'expansion des banques nigérianes dans leur juridiction car elles contribuent à approfondir le secteur bancaire sur le continent en développant leur réseau de succursales, en lançant de nouveaux produits financiers et en renforçant le cadre réglementaire et prudentiel grâce à l'instauration d'un contrôle consolidé et conjoint des succursales bancaires, qui a permis de stimuler l'échange de connaissances et d'informations entre les autorités de contrôle.

La littérature économique a abondamment démontré que l'expansion transfrontière peut aussi imposer un coût aux banques des pays d'accueil, dont la part de marché est menacée par les nouvelles venues et qui pourraient prendre plus de risques non sans conséquences fâcheuses pour la stabilité du secteur bancaire. Il

¹ Sous-gouverneur, Banque centrale du Nigeria.

pourrait notamment s'opérer une sélection adverse de la clientèle, potentiellement défavorable aux banques nationales, en raison de la migration de clients présentant moins de risques vers les banques étrangères qui offrent des produits et services novateurs.

Si l'expansion a aidé les pays d'accueil à développer leur secteur bancaire et à accroître l'intermédiation dans le pays d'origine, un dispositif de gestion des risques initialement inefficace et l'effet de la crise financière ont fragilisé certaines banques nigérianes et même conduit certaines à la faillite, dont Oceanic bank qui avait étendu ses activités à sept pays avant la crise. Il a dès lors été nécessaire de procéder à une vaste réforme du secteur bancaire nigérian, réforme dont les pays d'accueil ont bénéficié.

La Banque centrale du Nigeria a appliqué un contrôle bancaire consolidé et élaboré un dispositif transfrontière qui a été mis en œuvre en 2010. Ce dispositif prévoit comme condition préalable à la présence des banques nigérianes dans d'autres pays l'exécution de protocoles d'accord avec le pays d'accueil. Au Nigeria, toutes les banques, qu'elles soient nationales ou étrangères, sont traitées sur un pied d'égalité et sont soumises à la même réglementation prudentielle. En cas de crise de liquidité, la banque centrale joue son rôle de prêteur en dernier ressort pour l'ensemble des banques. Si la fonction de contrôle bancaire lui revient, d'autres organismes surveillent la situation des établissements financiers non bancaires. Il est donc essentiel d'assurer la coordination entre la banque centrale et les autres organismes de réglementation. La présente étude va examiner l'effet de l'expansion transfrontière des banques nigérianes dans les six pays de la zone monétaire ouest-africaine, à savoir : la Gambie, le Ghana, la Guinée, le Libéria, le Nigeria et la Sierra Leone. Ces pays ont été sélectionnés parce que 10 banques nigérianes y sont implantées et qu'elles ont une excellente relation avec l'autorité nigérianne en matière de contrôle et de réglementation bancaire. Cette étroite collaboration permet de renforcer le partage de l'information selon des modalités formelles comme un mémorandum d'accord, le contrôle conjoint et l'élaboration d'orientations réglementaires et prudentielles communes pour la zone. La présente étude, qui couvre la période 2005-12, rend compte de la période précédant et suivant l'expansion transfrontière des banques nigérianes. Elle examine l'idée que la présence de banques étrangères facilite la mise en place d'un dispositif de contrôle bancaire et d'un cadre juridique, et qu'elle permet d'améliorer la transparence globale dans les pays d'origine et d'accueil.

Le reste de l'étude suit le plan suivant : la section 2 passe en revue la littérature économique sur les avantages de l'expansion bancaire transfrontière et son coût. La section 3 examine l'ampleur et la nature de l'expansion des banques nigérianes sur le continent africain tandis que la section 4 en décrit l'impact en termes de renforcement du système bancaire et, surtout, d'amélioration de l'environnement réglementaire et prudentiel, particulièrement en Afrique de l'ouest. La section 5 souligne l'importance d'une relation de coordination et de collaboration encore plus étroite en matière de contrôle bancaire, sachant qu'il est impératif d'élaborer un dispositif réglementaire commun harmonisé pour la zone de façon à consolider et pérenniser les progrès réalisés en matière d'intermédiation et de stabilité du secteur financier. La section 6 est la conclusion de l'étude.

2. Nature et ampleur de l'expansion des banques nigérianes en Afrique

Les activités transfrontières des banques nigérianes ont commencé en 2002, deux banques ayant ouvert une filiale dans quelques pays d'Afrique, pour s'intensifier après la consolidation du secteur bancaire nigérian en 2004. Après le relèvement des exigences minimales de fonds propres opéré en 2004, de NGN 2 milliards (\$17 millions) à NGN 25 milliards (\$210 millions), le secteur bancaire du pays a fait l'objet d'une consolidation, et le nombre de banques est tombé de 89 à 24 entre 2003 et fin 2013. Le total des actifs du secteur est passé de NGN 2 767 milliards (\$23 milliards) en 2003 à NGN 14 932 milliards (\$127 milliards) en 2008. Fin 2008, plus de la moitié des 20 banques nationales avaient des filiales dans au moins un autre pays d'Afrique comparé à seulement deux en 2002² (tableau 1). United Bank for Africa (UBA) détenait le record avec des filiales dans plus de 20 pays. Bien que l'expansion transfrontière des banques nigérianes ait été temporairement interrompue par la crise financière mondiale en 2008-09, elle s'est accélérée une fois les conditions stabilisées à la suite de l'intervention de la banque centrale qui a renforcé les dispositifs de gestion des risques et de contrôle dans le secteur bancaire.

L'expansion transfrontière des banques nigérianes a été motivée par plusieurs facteurs de nature à la fois économique et idéologique. Décidées à maximiser leurs bénéfices et à faire fructifier l'argent des actionnaires, les banques nigérianes se sont lancées dans une énergique expansion régionale. En outre, convaincues que, dans de nombreux pays africains, le système bancaire est encore moins développé et capitalisé qu'au Nigeria, et conscientes des vastes possibilités de financement du commerce entre ces pays, elles ont vu l'occasion de mettre à profit leur réussite, leur expérience et leur plateforme technologique pour offrir leurs services sur ces marchés, où elles peuvent espérer des rendements au moins aussi élevés qu'au Nigeria. Dans un premier temps, la dynamique d'expansion s'est concentrée sur les pays anglophones, signe que la langue et les similitudes présentées par l'environnement juridique ont joué un rôle. Elle s'est depuis portée sur certains pays francophones (Côte d'Ivoire, Burkina Faso et République démocratique du Congo). Des réformes financières engagées dans les pays d'accueil alliées à un environnement macroéconomique favorable au Nigeria ont contribué à l'expansion, tandis que la cherté du pétrole a abouti à l'accumulation d'importantes réserves internationales, à hauteur d'un montant de \$62 milliards qui, fin 2007, a marqué un record historique pour le pays.

² UBA et Guaranty Trust Bank ont démarré leurs activités bancaires transfrontières avec quelques pays à partir de 2002.

Échantillon de filiales transfrontières de banques nigérianes dans d'autres pays d'Afrique et ailleurs

Au 31 mars 2012

Tableau 1

Banque	Pays visés	Hors Afrique
Access Bank	Burundi, Côte d'Ivoire, République démocratique du Congo, Gambie, Ghana, Rwanda, Sierra Leone, Zambie	Londres, Royaume-Uni Chine
United Bank for Africa (UBA)	Angola ¹ , Bénin, Burkina Faso, Cameroun, Côte d'Ivoire, Gabon, Ghana, Guinée, Kenya, Libéria, Mali ¹ , Mozambique, Ouganda, République démocratique du Congo, République du Congo, Sénégal, Sierra Leone, Tanzanie, Tchad, Zambie	New York, États-Unis Londres, Royaume-Uni Paris, France
Guaranty Trust Bank (GTB)	Gambie, Ghana, Libéria, Sierra Leone	Londres, Royaume-Uni Hong-Kong ²
Afribank/Mainstreet Bank	Ghana	Londres, Royaume-Uni
Zenith Bank	Gambie, Ghana, Sierra Leone	Londres, Royaume-Uni Afrique du Sud
Diamond Bank	Bénin, Côte d'Ivoire, Sénégal, Togo	Dublin, Irlande
Bank PHB/ Keystone	Gambie, Libéria, Ouganda, Sierra Leone	
Skye Bank	Gambie, Ghana, Guinée, Sierra Leone	
FCMB Bank	Gambie	Londres, Royaume-Uni Afrique du Sud
First Bank	République démocratique du Congo	Londres, Royaume-Uni Paris, France
Union Bank	Bénin, Ghana ³	Londres, Royaume-Uni Afrique du Sud

¹ N'a pas encore démarré ses activités. ² Demande d'un bureau de représentation en cours. ³ Union Bank a une participation minoritaire de 32,4 % dans HFC, autre banque du Ghana.

Sources : Sites internet des banques.

Certaines banques ont cherché à assumer le rôle de banques panafricaines ou régionales. Bénéficiaient d'une grande quantité d'actifs, d'un marché boursier profond et, partant, d'une amélioration de l'efficacité dans leur pays d'origine, elles tenaient à jouer un tel rôle sur le continent africain. Leur volonté de s'imposer comme banques régionales suite à la consolidation a alimenté la dynamique d'expansion. En 2008, l'enquête de conjoncture africaine (magazine *African Business*, décembre 2008) plaçait les banques nigérianes dans les 15 premières entreprises les plus capitalisées d'Afrique. Les banques nigérianes étaient donc bien positionnées pour jouer un rôle de plus en plus important dans le secteur financier de la région. Soucieuses de ne pas dépendre des pays d'accueil pour leurs ressources, nombre d'entre elles ont levé des fonds au Nigeria et ont ainsi contribué à l'investissement direct étranger (IDE) vers ces pays. La non-existence de marchés financiers dans la plupart des pays d'Afrique sub-saharienne visés par les banques nigérianes porte à croire que les banques mères ont contribué au système bancaire des pays d'accueil

en levant des fonds ailleurs et en ont ainsi consolidé l'assise financière. Dans quelques cas, le pays d'accueil détient une participation minoritaire³. L'expansion des banques a néanmoins été jusqu'ici financée par des fonds levés sur le marché nigérian, et le modèle d'expansion indique que ce sont les actionnaires nigériens qui sont les bailleurs de fonds. Même après avoir satisfait à l'exigence accrue de fonds propres après la consolidation, certaines banques ont levé des fonds supplémentaires sur le marché national et international en émettant des certificats représentatifs de titres internationaux (*Global Depository Receipts*) (tableau 2).

Activités de levée de capitaux des banques nigérianes, 2006-08

Tableau 2

Banques	Introductions en bourse	
	Marché intérieur (en millions d'USD) ¹	Certificats représentatifs de titres internationaux Marché international (en millions d'USD)
Accès	1 162	–
Afribank	854	–
Fidelity	410	–
First Bank	1 948	–
GTB	–	824
Intercontinental	853	–
Oceanic	1 492	–
UBA	556	295
Diamond	145	500
Zenith	458	–
Total	7 878	1 619

¹ Les montants sont convertis selon le taux de change en vigueur au moment où les capitaux ont été levés. La collecte de fonds sur le marché intérieur est intervenue pour l'essentiel en 2007/08 quand le taux de change était de NGN 117 pour USD 1.

Sources : Rapport annuel de la Banque centrale du Nigeria et de diverses banques commerciales, plusieurs années.

Il y a plusieurs pays dans lesquels les banques nigérianes représentent une part importante du secteur bancaire (tableau 3). Ces pays devront entretenir une relation de coopération plus profonde et plus étroite avec les autorités de réglementation du pays d'origine pour garantir la stabilité financière et soutenir le développement du secteur financier qui commence à s'accélérer dans la plupart des pays d'Afrique. S'il existe bien un certain degré de coopération (illustré notamment par la signature d'un mémorandum d'accord entre les autorités de réglementation de certains pays), on peut envisager une collaboration accrue sur le partage des informations et les traitements de l'insolvabilité.

³ Ainsi, GTB, en Gambie, au Ghana et en Sierra Leone est détenue à respectivement 78 %, 70 % et 87 % par la société mère nigérienne, le reste appartenant à des partenaires nationaux et internationaux. Oceanic Bank au Ghana a elle aussi pour actionnaire majoritaire la société mère. Dans la plupart des cas cependant, la banque mère nigérienne est l'actionnaire unique.

Pays où les banques nigérianes sont très présentes, 2012¹

Tableau 3

Pays	Nombre de banques	Nombre de banques nigérianes	Part des actifs des banques nigérianes (en % du total)
Gambie	12	7	38,6
Ghana	26	7	16,2
Libéria ²	8	4	26,3
Sierra Leone	14	6	40,2

¹ Gambie : Access, Bank PHB, Guaranty Trust Bank (GTB), Skye Bank et Zenith Bank. Ghana : Access, GTB, Intercontinental, Oceanic, UBA, Union (HFC), Zenith. Libéria : Access, Bank PHB, GTB, UBA. Sierra Leone : Access, Bank PHB, GTB, Skye, UBA, Zenith. ² Les montants indiqués n'incluent pas Ecobank. Si Ecobank a son siège au Togo, son activité la plus importante est au Nigeria et ses actionnaires majoritaires sont nigériens. Si on inclut Ecobank dans les banques nigérianes, la part des actifs passe à 71 % au Liberia.

Source : diverses banques centrales, 2009

De nombreux analystes de marché ont en outre observé qu'un certain mimétisme a contribué à alimenter l'expansion. Quand une banque de premier plan investit sur un marché étranger, elle peut encourager les autres à la suivre. S'agissant de la concurrence pour des parts de marché, Choi *et al.* (1986) ont constaté que les grandes banques adoptent la stratégie transfrontière de leurs rivales pour ce qui est des décisions d'investissement sur les principales places financières. La dynamique d'expansion des banques nigérianes est partie d'une banque, et d'autres ont suivi.

3. Examen de la littérature économique sur le coût et les avantages de l'expansion transfrontière

Les chercheurs économiques reconnaissent depuis longtemps les avantages à retirer de l'implantation des banques étrangères et son impact potentiel sur l'intermédiation, l'innovation, la concurrence et le développement du secteur financier du pays d'accueil. L'activité transfrontière sous cette forme s'est vivement intensifiée et a eu diverses incidences sur les systèmes financiers des pays. Il s'avère que la présence des banques étrangères a amélioré le fonctionnement du système bancaire des pays grâce à une intensification de la concurrence et à une augmentation de l'efficacité. L'entrée des banques étrangères peut encourager les banques nationales à réduire les coûts, à accroître leur efficacité et à diversifier les services financiers offerts, la concurrence les obligeant à améliorer la qualité de leurs services pour conserver leurs parts de marché. Il est possible que la qualité des services financiers en soit améliorée et que les marges d'intérêt et les bénéfices en soient réduits.

Levine (1996) analyse les coûts et avantages possibles de l'implantation de banques étrangères. Il fait valoir qu'elles pourraient utilement renforcer les entrées de capitaux et la concurrence, et dès lors moderniser le système financier et le cadre réglementaire du pays d'accueil et en améliorer l'efficacité. Levine indique toutefois que le rôle des banques étrangères dans le renforcement des entrées de capitaux est relativement moins important pour la croissance d'un pays, signe que leur contribution à l'amélioration du fonctionnement du système de paiements, à l'introduction d'innovations technologiques et à l'amélioration du dispositif de gestion des risques et de réglementation est plus importante encore.

Selon la théorie économique, l'expansion transfrontière devrait avoir de nombreux effets positifs comme une intensification de la concurrence, des avancées technologiques, un accroissement de l'intermédiation, une réduction des taux d'intérêt et une amélioration de l'efficacité. La concurrence résultant de la présence des banques étrangères devrait revêtir plusieurs aspects : efficacité, coûts et incitations à l'innovation des institutions et des marchés (Ubiboupin, 2005 ; Claessens et Lee, 2002). La présence de banques étrangères, dans les pays en développement surtout, contribue à accroître l'offre de fonds susceptibles d'être prêtés aux entreprises qui ont ainsi accès à un plus grand volume de capitaux. Selon certaines études, des banques efficaces peuvent promouvoir la croissance économique (Berger *et al.* (2005)), et la présence de banques étrangères permettrait des gains d'efficacité. Des possibilités de financement améliorées pour les PME et un secteur des PME plus dynamique peuvent être un moteur de la croissance économique. Les flux de crédit bancaire au secteur privé constituent un autre canal de transmission. Des banques plus solides peuvent non seulement prêter davantage mais aussi soutenir plus efficacement la concurrence en matière d'offre de crédit.

Il y a un consensus dans la littérature que la présence de banques à capitaux étrangers accroît la concurrence et l'efficacité dans le secteur bancaire du pays d'accueil. C'est essentiellement parce qu'elle permet de réduire les expositions au risque des banques par une plus grande diversification géographique et sectorielle et d'accroître le volume global de fonds investis dans le secteur bancaire. Les chercheurs et analystes encouragent l'arrivée des banques comme moyen de renforcer des structures bancaires fragiles et inefficaces, surtout dans les économies émergentes (Hermes et Lensink (2003) ; Hasan *et al.* (2000)). C'est parce que les banques qui souhaitent et peuvent s'implanter à l'étranger sont généralement plus grandes, en meilleure situation financière, gérées avec plus de professionnalisme et plus avancées d'un point de vue technique que la banque moyenne du pays d'accueil. Ainsi, il y a lieu de prévoir que ces banques relèveront la barre pour l'ensemble des banques du pays d'accueil. Toutefois, l'activité bancaire transfrontière, tout en étant capable de rendre le secteur financier plus efficace, est aussi porteuse de difficultés pour les autorités de contrôle bancaire et les organismes de réglementation. Ainsi, il est indispensable de clairement délimiter la latitude et la responsabilité des autorités de réglementation entre les juridictions pour protéger le système financier et retirer tous les avantages des activités transfrontières (Claessens *et al.* 2001).

D'autres pensent, à l'inverse, que la présence des banques étrangères peut ne pas accroître l'expansion du crédit en raison de coûts plus élevés. Detragiache *et al.* (2006) estiment que la hausse des coûts d'exploitation des banques étrangères dans les pays à faible revenu peut entraîner une réduction de l'octroi de crédit compte tenu des efforts accrus qu'elles déploient pour gagner des parts de marché dans le pays d'accueil. En revanche, Micco et Panizza (2004) montrent que les primes ont été réduites sous l'effet de l'arrivée des banques étrangères dans les pays d'Amérique latine. Ces résultats positifs sont intervenus de diverses manières. L'arrivée des banques a entraîné une réduction des coûts de l'intermédiation financière (mesurée par les marges, les primes et les frais généraux) et une diminution de la rentabilité (Claessens *et al.* 2001, Berger *et al.* 2005). D'autres chercheurs (Martinez Peria et Mody (2004)) ont observé quelques signes d'amélioration de la qualité de l'intermédiation financière, comme une baisse des provisions pour créances irrécouvrables, à mettre sur le compte des nouvelles venues.

De toutes récentes études empiriques analysent les déterminants, le coût et les avantages de l'activité transfrontière sur les marchés européens surtout, mais il en existe quelques-unes qui portent sur le continent africain. De plus en plus d'études utilisant des données transfrontières et portant sur des banques individuelles s'intéressent aux effets de l'arrivée de banques étrangères dans le système bancaire national, en termes de concurrence notamment (Hermes et Lensink (2002)). L'implantation des banques étrangères a intensifié la concurrence dans le système bancaire de nombreux pays d'Afrique en raison du lancement de nouveaux produits financiers comme les GAB, les services bancaires par Internet et par téléphone portable. Dans certains des pays étudiés, les banques étrangères obligent les organismes de réglementation à contribuer à approfondir le marché en développant des marchés de bons du Trésor, signe que le système bancaire du continent devient plus compétitif et plus novateur et que les pays renforcent le système réglementaire.

Il ressort de la plupart des études par pays que la présence de banques étrangères a un effet positif sur le secteur bancaire. Se penchant sur le cas de la Turquie, Denizer (2000) montre que la marge d'intérêt nette, les frais généraux et le rendement des actifs sont liés à la participation étrangère. Il indique en outre que la présence des banques étrangères a une forte incidence sur la concurrence dans le secteur bancaire en ce qu'elle réduit le rendement des actifs et les frais généraux. Hasan et Marton (2000) étudient le secteur bancaire hongrois pendant le processus de transition et concluent que plus les banques ont une proportion élevée de capitaux étrangers, plus elles sont efficaces. Goldberg *et al.* (2000) ont étudié le rôle des banques étrangères pour déterminer la solidité du système financier de l'Argentine et du Mexique. Ils constatent que c'est l'état de santé des banques, et non pas leur structure d'actionariat, qui est le principal facteur déterminant de la croissance, de la volatilité et de la cyclicité du crédit bancaire. Mais la diversité en des actionnaires favorise généralement une stabilité accrue du crédit en période de crise et de faiblesse du système financier intérieur.

Les banques qui s'internationalisent sont généralement plus efficaces et mieux capitalisées et viennent de pays dotés d'un système bancaire plus développé. De ce fait, il y a lieu de croire que leur présence permette au système bancaire d'un pays d'accueil comparativement moins développé de gagner en efficacité. Des études empiriques récentes contredisent la thèse traditionnelle selon laquelle les banques étrangères pourraient dégrader l'allocation du crédit, accroître le risque de crise financière et exacerber la sensibilité des prêts aux effets du cycle conjoncturel, et ne devraient donc pas avoir accès au marché intérieur. Ainsi, Focarelli et Pozzolo (2005) et Goldberg (2002) ont constaté que la présence de banques étrangères est favorable à l'économie des pays d'accueil en Europe. Ils font valoir que du fait de la dynamique de conquête du marché, les banques étrangères contribuent à accroître la quantité de crédit disponible et à améliorer l'efficacité des banques nationales, et réduisent ainsi les marges d'intérêts, les nouvelles venues pratiquant des taux d'intérêt moins élevés pour gagner des parts de marché. Il s'avère en outre que la présence de banques étrangères améliore les conditions de vie dans le pays d'accueil grâce aux entrées d'investissements étrangers (Bayraktar et Wang (2005)).

Un nombre croissant d'études ayant examiné les effets de l'activité bancaire transfrontière sur l'intermédiation financière et l'efficacité ont fait état de l'existence d'une relation positive. La capacité des ménages et des entreprises d'un pays à accéder au financement et l'usage effectif des services bancaires, un des moyens de mesurer les fonctions d'intermédiation des banques, sont améliorés par l'arrivée de banques étrangères (Claessens *et al.* (2001), Berger et Hannan (1998)). Les banques

sont davantage susceptibles de prêter si elles sont à même de mobiliser les dépôts et d'accroître leurs actifs. L'arrivée de banques étrangères devrait aussi accroître le total des actifs du secteur bancaire et le nombre de produits que le système est en mesure d'offrir à la clientèle. Pour ce qui est de l'efficacité, l'amélioration des ratios de coûts et une baisse de la rentabilité sont considérés comme de bons indicateurs de la concurrence et de gains d'efficacité. Ainsi, l'analyse de la présence des banques étrangères est axée sur la question de savoir si le secteur bancaire est plus développé et à même d'acheminer les dépôts mobilisés aux emprunteurs pour favoriser le développement économique.

Des analyses empiriques ont montré que la présence des banques étrangères est à l'origine d'une croissance du PIB par habitant plus élevée dans certains pays d'accueil. Une étude de Macias *et al.* (2009) montre que les prêts bancaires transfrontières exercent un effet positif important sur la croissance économique sur le continent africain en général, mais un impact négatif considérable sur les pays exportateurs de pétrole en particulier, des institutions fragiles exposant ces derniers à des risques bancaires internationaux. Dans un modèle théorique, Besanko et Thakor (1992) analysent les conséquences de la réduction des barrières à l'entrée sur l'affectation des fonds et constatent que les taux de rémunération d'équilibre des prêts diminuent et ceux des dépôts augmentent, même si l'on tient compte d'une concurrence différenciée. Puis, en abaissant le coût de l'intermédiation financière et en réduisant ainsi le coût des capitaux pour les sociétés non financières, des systèmes bancaires plus compétitifs aboutissent à une hausse des taux de croissance. Par ailleurs, Giannetti et Ongena (2005) montrent que la présence de banques étrangères a entraîné un surcroît d'activité des entreprises ; toutefois, l'accès à des financements des entreprises associées peut être restreint, ce qui pourrait réduire le risque de privilégier ce type d'emprunteurs (phénomène d'*insider lending*). La stabilité du système s'en trouverait renforcée. Berger *et al.* (2001) montrent en outre qu'avant de se lancer dans l'activité de prêts, les banques étrangères attendent de disposer d'informations fiables et prennent le temps de se familiariser avec leur nouvel environnement. Les prêts aux entités associées diminuent dès lors du fait d'une meilleure sélection des emprunteurs.

4. Impact de l'expansion des banques nigérianes sur le cadre prudentiel et réglementaire dans la zone monétaire ouest-africaine.

Après la crise de 2008, les autorités nigérianes ont instauré un solide cadre réglementaire qui a permis de renforcer le secteur bancaire. Celui-ci a été adopté par les pays de la zone monétaire ouest-africaine dans le cadre d'une harmonisation réglementaire pour la région. Dans ce contexte, la banque centrale du Nigeria a appliqué un contrôle consolidé et élaboré un dispositif de contrôle transfrontière qui a été mis en œuvre en 2010. Ce dispositif prévoit comme condition préalable à la présence des banques nigérianes dans d'autres pays l'exécution d'un protocole d'accord avec le pays d'accueil. À ce jour, un total de 38 protocoles d'accord ont été engagés, dont 15 ont été signés avec les autorités réglementaires et prudentielles sur le continent africain et ailleurs.

Pays de la zone monétaire ouest-africaine ayant pris des mesures pour améliorer le cadre réglementaire et la stabilité du secteur bancaire

Tableau 4

Pays	Membres de collèges des autorités de contrôle	Accroissement des exigences de fonds propres depuis 2009 ?
Gambie	√	Oui
Ghana	√	Oui
Guinée	√	Oui
Libéria	√	Oui
Nigeria	√	Non
Sierra Leone	√	Oui

Source : Sites internet des banques centrales ; rapport de surveillance de l'IMAO.

Le secteur bancaire est ainsi devenu plus solide et plus sûr, pas seulement au Nigeria, mais dans toute la zone monétaire ouest-africaine. Parmi les mesures engagées ont figuré l'instauration d'un dispositif qui a institué un meilleur partage de l'information et un contrôle conjoint par l'intermédiaire du collège des autorités de contrôle de la zone auquel tous les pays de la zone participent. Cet arrangement a non seulement amélioré les connaissances techniques mais aussi amélioré le suivi et la gestion de crise dans la région. Le programme de renforcement des capacités des autorités de contrôle que fournit la banque centrale du Nigeria aux pays de la région depuis les années 1980 a bénéficié d'un nouvel élan à partir de 2010, sous l'effet de la vaste expansion des banques nigérianes en Afrique de l'ouest. Une formation supplémentaire destinée aux contrôleurs bancaires est proposée gratuitement par l'intermédiaire du collège des autorités de contrôle de la zone monétaire ouest-africaine. En outre, des inspections sur place des filiales de banques nigérianes organisées conjointement par les pays d'origine et d'accueil ont permis un partage de l'expérience pratique entre les autorités de contrôle du Nigeria et celles des pays d'accueil de la région.

Au Nigeria, toutes les banques, qu'elles soient nationales ou étrangères, sont traitées sur un pied d'égalité et sont soumises à la même réglementation prudentielle. En cas de crise de liquidité, la banque centrale joue son rôle de prêteur en dernier ressort pour l'ensemble des banques. Les banques étrangères et nationales sont traitées de la même façon en termes de soutien de liquidité. Toutefois, dans certains pays de la zone, les exigences de fonds propres sont différentes pour les banques à capitaux étrangers.

Le *Financial Services Regulation Coordinating Committee* (FSRCC), qui est chargé de réglementer le système financier, fait l'objet de la Section 43(2) de la loi de 2007 sur la Banque centrale du Nigeria. Il est composé des membres suivants : Banque centrale (Président), la *Corporate Affairs Commission*, le ministère fédéral des Finances, la *National Insurance Commission*, la *National Pension Commission*, la *Nigeria Deposit Insurance Commission* (NDIC), la *Securities and Exchange Commission* (SEC), l'*Abuja Securities & Commodity Exchange*, la bourse nigériane et l'autorité fiscale *Federal Inland Revenue Service* (FIRS).

Ces organismes se rencontrent tous les deux mois pour traiter de questions intéressant les banques et les établissements financiers non bancaires du pays et de leur impact sur l'économie et la stabilité financière. Le Comité compte actuellement cinq sous-comités permanents et deux comités *ad hoc* qui l'aident à réaliser ses objectifs : solidité du secteur financier, cadre juridique et application effective,

partage de l'information, développement des marchés financiers, harmonisation et coordination, contrôle consolidé et mise en œuvre des normes internationales d'information financière (IFRS). De plus, au Nigeria, plusieurs projets de lois visant à renforcer le secteur bancaire et à veiller au renforcement des dispositifs de gestion des risques sont en attente d'adoption à l'Assemblée nationale. On peut citer notamment le projet de loi sur les banques et autres établissements financiers, destiné à abolir l'ancienne loi et à la repromulguer en proposant des mesures plus intransigeantes contre les irrégularités commises dans le secteur bancaire et des sanctions plus lourdes contre les abus d'initiés. Ces projets de loi renforceront en outre les activités des banques nigérianes dans le pays d'origine et le pays d'accueil. D'autres mesures visant à améliorer la qualité des données et de la communication, comme l'adoption des normes internationales d'information financière (IFRS) et la modernisation du système électronique d'analyse et de surveillance des données financières (eFASS) qui est la principale plateforme utilisée par les banques pour soumettre leurs déclarations aux autorités de contrôle.

Le nombre de succursales bancaires s'est accru dans tous les pays. Au Ghana, le réseau est passé de 595 succursales à 640 entre 2007 et 2008, les banques nigérianes représentant environ 20 % de cette progression. En Sierra Leone, le réseau qui avait 44 succursales en 2007 en comptait 75 en 2011, les banques nigérianes contribuant à cette expansion à hauteur de plus de 26 %. En Gambie, le nombre de succursales a augmenté également, de 41 à 64 sur la même période, la part des banques nigérianes atteignant 35 % en 2010. La stratégie des banques du Nigeria était de mettre leurs services à la disposition de la population non bancarisée en étendant leur réseau de succursales au-delà de la capitale. Au Libéria, UBA est la seule banque dotée d'un réseau de succursales dans le comté de Nimba depuis 2009. En Sierra Leone, sur les sept succursales de Guaranty Trust bank, quatre sont situées en dehors de la capitale, et on observe la même tendance dans d'autres pays.

Dans bien des pays d'accueil, les autorités reconnaissent que les banques nigérianes ont contribué à accroître la compétitivité du système bancaire et à améliorer l'accès aux services financiers. Une évaluation du développement du secteur financier en Sierra Leone, réalisée à la demande de la banque centrale, a salué la contribution des banques nigérianes à l'amélioration du système bancaire du pays, tout en soulignant que le processus devait se poursuivre. Il en ressort que les banques nigérianes ont accru sensiblement la compétitivité, mais que l'activité bancaire pourrait être plus compétitive encore et axée davantage sur la réduction des coûts. Par ailleurs, le processus de notation des risques de crédit pourrait être amélioré. Les banques à capitaux étrangers se développent rapidement et pourraient même bientôt dominer le système bancaire du pays (pour consulter cette étude dans son intégralité, se rendre sur le site internet de la Banque de Sierra Leone).

Les pratiques des banques en matière de gestion des risques ont pu être sensiblement améliorées dans la zone, les banques nigérianes ayant parrainé la mise en œuvre de dispositifs de gestion des risques plus solides dans les pays d'accueil de la zone monétaire ouest-africaine dans la perspective de leur transition à Bâle II et Bâle III. Ces dispositifs se sont appuyés dans une large mesure sur les leçons tirées des suites de la crise bancaire nigériane et de la crise financière mondiale. Ils ont fourni une base solide au renforcement du processus de surveillance prudentielle dans les pays concernés. La Banque centrale du Nigeria a joué un rôle moteur dans la mise en place d'une assistance financière et technique à l'intention de certains membres du collège des superviseurs de la zone monétaire ouest-

africaine pour l'automatisation des déclarations des banques par la mise en œuvre du système électronique d'analyse et de surveillance des données financières. L'objectif était d'améliorer l'intégrité des données et le respect des échéances dans la soumission des déclarations. Cela favoriserait une détection précoce des signaux de risque dans les banques et le système tout entier.

Hormis la Banque du Ghana, les autorités de contrôle d'autres pays de la zone monétaire ouest-africaine ont appris, grâce à la Banque centrale du Nigeria, à appliquer un contrôle fondé sur les risques. Les autorités de contrôle bancaire du Nigeria ont aidé d'autres autorités de la région à appréhender des approches prudentielles fondées sur les risques et à les mettre en œuvre dans leurs juridictions respectives. La présence des banques nigérianes en Afrique de l'Ouest a permis de fournir des pistes d'audit pour les transactions transfrontières. Elle a ainsi contribué à la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme dans la région et favorisé la transparence dans les transactions financières. Elle a en outre permis de sensibiliser à la nécessité de créer des systèmes efficaces de garantie des dépôts pour servir de filet de sécurité dans les autres pays membres. Enfin, elle a renforcé la coopération entre les autorités de contrôle de façon à réduire l'arbitrage réglementaire.

5. Résumé et conclusion

Pour retirer pleinement les avantages de la présence panafricaine dans la région, les cadres juridique et institutionnel doivent faire l'objet d'une réforme. Si les forces du marché ont contribué à élargir le système bancaire dans ces pays, l'environnement juridique et institutionnel doit être modifié pour leur permettre d'opérer plus efficacement. L'environnement juridique et réglementaire joue un rôle central dans le fonctionnement harmonieux du secteur financier et dans la gestion et l'intégration efficaces des flux de capitaux et de l'épargne intérieure. La valeur des créances des établissements financiers sur les emprunteurs dépend de la définition claire des droits de propriété, conjuguée à la prévisibilité et la rapidité de son application effective, qui doit être juste et impartiale. Les cadres juridique et réglementaire qui renforcent les moyens d'action de l'organisme de réglementation et régissent le comportement des intervenants de marché sont des éléments essentiels du fonctionnement et du développement harmonieux du secteur financier. Un système qui garantira l'application effective des règles et la protection des investisseurs et des emprunteurs fera beaucoup pour améliorer l'accès aux financements dans les pays de la région.

Les pays de la zone devraient s'attacher en priorité à renforcer encore le cadre réglementaire et prudentiel et à en entreprendre la réforme afin de protéger le système financier. Une coopération efficace entre autorités des pays d'accueil et d'origine est une condition nécessaire du contrôle de l'activité internationale des banques. En matière de contrôle des établissements des banques à l'étranger, deux principes de base revêtent une importance fondamentale pour une telle coopération : tout d'abord, aucun établissement bancaire à l'étranger ne doit échapper à ce contrôle ; en second lieu, le contrôle doit être adéquat (Concordat de Bâle, 1983). Il est impératif d'engager un processus de réforme surtout dans les pays où une grande partie du système financier est contrôlée par une société mère ne relevant pas de la juridiction des autorités du pays d'origine. Pour renforcer le

système en présence d'une activité bancaire transfrontière, il faudra lancer des initiatives au niveau des pays et de la région.

L'adoption d'un contrôle consolidé devrait être une priorité. Un contrôle efficace de l'activité transfrontière des banques doit commencer par un contrôle efficace et efficient dans le pays d'origine. Toutes les autorités de contrôle chargées de préserver la solidité de leurs systèmes financiers respectifs devraient adopter une série de principes bien établis en vue d'un contrôle efficace. Les principes doivent notamment inclure un contrôle consolidé. Un contrôle adéquat doit s'appliquer, et s'appuyer sur des normes prudentielles appropriées à tous les aspects des opérations menées par les organisations bancaires. Les mémoranda d'accord en vigueur entre les pays devraient être mis en conformité avec le Concordat de Bâle pour ce qui est du contrôle des banques étrangères.

La grande priorité devrait être de veiller à ce que les autorités des pays d'origine et d'accueil ont un accès satisfaisant aux informations relatives aux expositions au risque et à la gestion des banques transfrontières. Cela suppose un partage étroit et rapide des informations entre les autorités des pays d'origine et d'accueil, en temps normal et particulièrement en période de tensions.

Bibliographie

Amel, D., C. Barnes et F. Panatta (2004) : "Consolidation and efficiency in the financial sector : a review of the international evidence", *Journal of Banking and Finance*, vol. 28, pp. 2493–519.

Concordat de Bâle (1983) : *Principes pour le contrôle des établissements des banques à l'étranger*, www.bis.org/publ/bcbasc312fr.pdf.

Bayraktar, N. et Y. Wang (2005) : "Foreign bank entry and domestic banks' performance evidence using bank level data", mimeo, Pennsylvania State University et Banque mondiale.

Beck, T., A. Demirgüç-Kunt et V. Maksimovic (2005) : "Financial and legal constraints to firm growth: does size matter?", *Journal of Finance*, vol. 60, pp. 137–77.

Berger, A., G. Clarke, R. Cull, L. Klapper et G. Udell (2005) : "Corporate governance and bank performance: a joint analysis of the static, selection, and dynamic effects of domestic, foreign, and state ownership", *Journal of Banking and Finance*, vol. 29, pp. 2179–221.

Berger, A., L. Klapper et G. Udell (2001) : "The Ability of Banks to Lend to Informationally Opaque Small Businesses", *Federal Reserve Bank Board Finance and Economics Discussion Series*, n° 34.

Berger, A. et T. Hannan (1998) : "The efficiency cost of market power in the banking industry: a test of the 'quiet life' and related hypotheses", *Review of Economics and Statistics*, vol. 80, pp. 454–65.

Besanko, D. et A. Thakor (1992) : "Banking deregulation: Allocational consequences of relaxing entry barriers", *Journal of Banking and Finance*, vol. 16, pp. 909–932.

Blomström, M. et A. Kokko (1994): "Home country effects of foreign direct investment: evidence from Sweden", *NBER Working Papers*, n° 4639.

- Blomström, M., G. Fors et R. Lipsey (1997) : "Foreign direct investment and employment: home country experience in the United States and Sweden", *NBER Working Papers*, n° 6205.
- Buch, C. (2000) : "Why do banks go abroad – evidence from German data", *Financial Markets, Institutions and Instruments*, vol. 9, n° 1, pp. 33–67.
- Buch, C. et G. DeLong (2001) : "Cross-border bank mergers: what lures the rare animal?", Kiel Institute of World Economics.
- Cho, K. (1990) : "Foreign banking presence and banking market concentration: the case of Indonesia", *Journal of Development Studies*, vol. 27, pp. 98–110.
- Choi, S., A. Tschoegl et C. Yu (1986) : "Banks and the world's major financial centers, 1970–80", *Review of World Economics*, vol. 122, n° 1, pp. 48–64.
- Claessens, S., A. Demirgüç-Kunt et H. Huizinga (2000) : "The role of foreign banks in domestic banking systems", in S. Claessens et M. Jansen (eds), *The internationalization of financial services: issues and lessons for developing countries*, Boston, MA, Kluwer Academic Press.
- (2001) : "How does foreign bank entry affect domestic banking markets?", *Journal of Banking and Finance*, vol. 25, pp. 891–911.
- Claessens, S. et J. Lee (2002) : "Foreign banks in low-income countries: recent developments and impacts", mimeo, Banque mondiale.
- Denizer, C. (2000) : "Foreign entry in Turkey's banking sector: 1980–97," World Bank Policy Research Working Papers, n° 2462, octobre.
- Detragiache, E., P. Gupta et T. Tressel (2006) : "Foreign banks in poor countries: theory and evidence", *Document de travail du FMI* n° 06/18.
- Focarelli, D., C. Salleo, E. Cerutti, G. Dell'Aricia et M. Martinez Peria (2007) : "How banks go abroad: branches or subsidiaries?", *Journal of Banking and Finance*, vol. 31, pp. 1669–92.
- Focarelli, D. et A. Pozzolo (2005) : "Where do banks expand abroad? An empirical analysis", *Journal of Business*, vol. 78, pp. 2435–63.
- Gallego, S., A. García Herrero et C. Luna (2003) : "Investing in the financial sector of emerging countries: potential risks and how to manage them", *Revista de Estabilidad Financiera*, octobre.
- Giannetti, M. et S. Ongena (2005) : "Financial integration and entrepreneurial activity: evidence from foreign bank entry in emerging markets", *CEPR Discussion Papers*, n° 5151.
- Goldberg, L. (2002) : "When is US bank lending to emerging markets volatile?", in S. Edwards et J. Frankel (eds), *NBER Conference Report Series*, University of Chicago Press, Chicago/Londres pp. 171–91.
- Goldberg, L., G. Dages et D. Kinney (2000) : "Foreign and domestic bank participation: lessons from Argentina and Mexico", Banque de Réserve fédérale de New York, document de travail.
- Gropp, R. et J. Vesala (2001) : "Deposit insurance, moral hazard and market monitoring", *ECB Working Paper Series*.
- Hasan, I et K. Marton (2000) : "Development and efficiency of the banking sector in a transitional economy: Hungarian experience", *BOFIT Discussion Papers*, n° 7.

- Hasan, I., A. Lozano-Vivas et J. Pastor (2000) : "Cross-border performance in European banking", *Bank of Finland Discussion Papers*, 24/2000.
- Hermes, N. et R. Lensink (2002) : "The impact of foreign bank entry on domestic banks in LDCs: an econometric analysis"; in T Kowalski, R Lensink et V Vensel (eds), *Foreign banks and economic transition*, Poznan University Press, pp. 129–46.
- (2003) : "Foreign bank presence, domestic bank performance and financial development", document destiné à un colloque du SUERF (Société universitaire européenne de recherches financières).
- King, R. et R. Levine (1993) : "Finance and growth: Schumpeter might be right", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 108, pp. 717–37.
- Lensink, R. et N. Hermes (2003) : "The short-term effects of foreign bank entry on domestic bank behaviour: does economic development matter?", *Journal of Banking and Finance*, vol. 27.
- Levine, R. (1996) : "Foreign banks, financial development and economic growth", in C Barfield (ed), *International financial Markets: harmonization versus competition*, Washington DC, AEI Press.
- Macias, J., I. Mass et V. Murinde (2009) : "Cross-border bank lending versus FDI in Africa's growth story".
- Martinez Peria, M. et A. Mody (2004) : "How foreign participation and market concentration impact bank spreads: evidence from Latin America", mimeo, Banque mondiale.
- Micco, A. et U. Panizza (2004) : "Bank ownership and lending behavior", *Research Department Working Papers*, n° 520, Banque interaméricaine de développement.
- Nier, E. et U. Baumann (2003) : "Market discipline, disclosure and moral hazard in banking", in *Corporate governance: implications for financial services firms*, proceedings of the 39th Annual Conference on Bank Structure and Competition, Banque de Réserve fédérale de Chicago, pp. 261–77.
- Nnaji, O. (2011) : "Cross border expansion of Nigerian banks: any benefits to financial intermediation in the home and host countries?", FMI ARP 11/03.
- Pozzolo, A. (2008) : "Bank cross-border mergers and acquisitions: causes, consequences and recent trends", *Economics and statistics discussion paper* n° 08/48.
- Segal, Z. (1974) : "Market and industry factors affecting commercial bank stocks: an analysis of the price behavior of bank stock prices", Mémoire de doctorat non publié, New York University.
- Uiboupin, J. (2005) : "Short-term effects of foreign bank entry on bank performance in selected CEE countries", *Bank of Estonia working papers*, n° 4.
- Vander Venet, R. (1996) : "The effect of mergers and acquisitions on the efficiency and profitability of EC credit institutions", *Journal of Banking and Finance*, vol. 20, n° 9, pp. 1531–58.
- Vives, X. (2000) : "Lessons from European banking liberalization and integration", in *The internationalization of financial services: issues and lessons for developing countries*, Kluwer Law International.

Liste des participants

Banque des États de l'Afrique centrale (BEAC)	Lucas Abaga Nchama Gouverneur Salao Aboubakar Conseiller auprès du Gouverneur Nazaire Fotso Ndefo Relations extérieures
Banque centrale des États d'Afrique de l'Ouest (BCEAO)	Thiémoko Meyliet Koné Gouverneur Ismaila Dem Directeur général Oumar Tatam Ly Conseil spécial auprès du Gouverneur
Banque de réserve de l'Afrique du Sud	Gill Marcus Gouverneure Daniel Bradlow Chef, Relations et politiques économiques internationales
Banque d'Algérie	Mohammed Laksaci Gouverneur Lyes Loudini Directeur de cabinet du Gouverneur
Banque nationale d'Angola	José de Lima Massano Gouverneur
Banque du Botswana	Oduetse A. Motshidisi Sous-gouverneur Kealeboga S. Masalila Directeur de la recherche
Banque centrale du Chili	Rodrigo Vergara Gouverneur
Banque de France	Anne Le Lorier Première sous-gouverneure
Banque du Ghana	Millison Narh Sous-gouverneur Franklin Nicodemus Belnye Directeur, Département du contrôle bancaire
Banque de réserve de l'Inde	Harun Rasid Khan Sous-gouverneur
Banque centrale d'Irlande	Patrick Honohan Gouverneur
Banque centrale du Lesotho	Retselisitsoe Adelaide Matlanyane Gouverneure et Présidente du Conseil d'administration Bafokeng Martin Noosi Économiste principal, Recherche

Banque de Malaisie	Zeti Akhtar Aziz Gouverneure Aznan Abdul Aziz Directeur, Développement du secteur financier
Banque de réserve du Malawi	Charles Chuka Gouverneur et Président du Conseil d'administration Angela Mjojo Économiste principale
Banque du Maroc	Abdellatif Jouahri Gouverneur Anis El Youssoufi Directeur adjoint, Direction des Études et des Relations internationales
Banque centrale de Maurice	Rundheersing Bheenick Gouverneur Lakshmi Appadoo Chef de cabinet du Gouverneur
Banque du Mozambique	António Pinto de Abreu Sous-gouverneur
Banque centrale du Nigeria	Sarah Omotunde Alade Sous-gouverneure et Membre du conseil d'administration, en charge des questions de politique économique Ozoemena Nnaji Assistant spécial auprès de la Sous- gouverneure Sadiq Usman Assistant spécial, Département du développement économique
Banque de l'Ouganda	Louis Austin Kasekende Sous-gouverneur
Banque centrale des Seychelles	Christophe Edmond Premier sous-gouverneur
Banque de Suède	Stefan Ingves Gouverneur et Président du Directoire
Banque centrale du Swaziland	Martin G. Dlamini Gouverneur
Banque de Tanzanie	Lila H. Mkila Sous-gouverneur, Stabilité financière
Banque centrale de Tunisie	Chedly Ayari Gouverneur Ridha Ben Achour Directeur de cabinet du Gouverneur Amel Ben Rahal Directrice générale, Stabilité financière
Université d'Oxford	Paul Collier Directeur, CSAE

Banque des Règlements
Internationaux

Jaime Caruana

Directeur Général

Hervé Hannoun

Directeur Général Adjoint

Stephen Cecchetti

Conseiller économique, Chef du Département
monétaire et économique

Philip Turner

Chef adjoint du Département monétaire et
économique, Coordination des questions
relatives aux politiques et Services d'appui
administratif

Madhusudan Mohanty

Chef, Marchés émergents

Ken Miyajima

Économiste principal, Marchés émergents