

Depuis des décennies le FMI a apporté un appui technique et financier aux marchés africains. Pour mieux comprendre les secteurs financiers, le FMI a décidé d'accorder plus d'importance à la recherche, qui bénéficie des nombreuses données recueillies par le biais du Programme d'évaluation du secteur financier du FMI et de la Banque mondiale. Scott Standley identifie dans cet article les conditions du développement des marchés financiers africains – en particulier via leur intégration régionale.

**Scott Standley** 

Fonds monétaire international

Scott Standley est chargé de recherche au Bureau indépendant d'évaluation du Fonds monétaire international. Il était auparavant chercheur au Center for Global Development, où il travaillait sur le secteur privé et le développement du marché financier en Afrique subsaharienne. Il est titulaire d'un Master en Politiques publiques de la Kennedy School of Government de l'Université de Harvard et d'un BA en Sciences économiques de l'Université de Pennsylvanie.

<sup>1</sup> Les vues exprimées dans cet article appartiennent à son auteur et ne devraient pas être attribuées au FMI, à son Comité de direction ou son management.

<sup>2</sup> Comprenant la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM) basée en Côte d'Ivoire qui introduit en bourse des sociétés de huit pays d'Afrique de l'Ouest.

# Quels sont les déterminants du développement des marchés financiers d'Afrique subsaharienne ?

*Les marchés financiers d'Afrique subsaharienne sont globalement immatures – leur faible activité et la domination du secteur bancaire sont des caractéristiques largement partagées. Mais si la taille d'un marché et celle de son économie sont proportionnelles, il est possible de dépasser les contraintes d'échelle en favorisant l'intégration régionale. Là encore, rien n'est simple et il faut sans doute procéder graduellement. Des réformes immédiates sont pourtant envisageables, en commençant par l'amélioration des services bancaires et la mise en place de structures juridiques et de régulateurs plus forts.*

**Par Scott Standley, responsable de recherches, Bureau indépendant d'évaluation du Fonds monétaire international<sup>1</sup>**

Les avantages de marchés financiers matures ont été abondamment démontrés. Des marchés efficaces et bien régulés attirent les capitaux et les dirigent vers des investissements productifs. Ils aident aussi à mieux gérer et diversifier les risques, à mobiliser l'épargne et à contrôler le secteur privé. Le développement des marchés financiers dans de nombreux pays d'Afrique subsaharienne a donc fait l'objet d'une attention croissante ces 10 dernières années. A l'échelon national, les stratégies soutenues par les bailleurs de fonds visaient la création de bourses ou le développement de celles qui existaient déjà.

Malgré cela, la plupart des marchés financiers subsahariens demeurent sous-développés et ne permettent pas encore d'améliorer sensiblement la conjoncture économique. Les caractéristiques des secteurs financiers – comme celles des économies – varient d'un pays à l'autre, mais beaucoup d'entre eux ont des marchés financiers immatures et s'appuient sur des secteurs bancaires peu développés. En dehors de l'Afrique du Sud, les marchés de capitaux sont limités et peu liquides, et peu de pays ont un marché d'obligations réellement viable.

## **Domination des secteurs bancaires et immaturité des marchés financiers**

Les banques dominent encore les systèmes financiers de la plupart des pays africains, puisque peu d'entre eux ont des marchés de capitaux efficaces et la plupart ont tendance à s'appuyer sur les banques commerciales pour financer l'économie. Les sec-

teurs bancaires de la plupart des pays d'Afrique n'ont cependant pas encore la maturité nécessaire pour promouvoir le développement d'un secteur financier. La plupart des indicateurs usuels du secteur bancaire sont faibles comparés à ceux du reste du monde : le crédit au secteur privé est limité, les actifs sont fortement concentrés dans un petit nombre de banques, et le volume total des actifs est faible (Tableau 1). En outre, dans beaucoup de pays l'environnement légal et réglementaire est insuffisant : les droits de propriété sont mal définis, le respect des contrats est faible et la protection légale des créanciers est déficiente.

En ce qui concerne les marchés financiers, la plupart des pays d'Afrique subsaharienne ne disposent pas encore de bourse viable. Bien que l'on en comptait au moins 18 dans la région à la fin de l'année 2008<sup>2</sup>, quelques unes seulement se sont développées tandis que la plupart d'entre elles restent peu actives. À quelques exceptions près, peu de sociétés sont cotées sur ces marchés, qui se caractérisent par ailleurs par leurs faibles liquidité et capitalisation boursière (Tableau 2). La Bourse de Johannesburg (JSE) en Afrique du Sud est une exception puisqu'elle représentait 85 % du total de la capitalisation boursière d'Afrique subsaharienne en 2008. Bien que la taille des autres bourses africaines varie d'un pays à l'autre, elles sont en général petites comparé aux marchés mondiaux. À titre d'exemple, la capitalisation boursière de l'ensemble des marchés subsahariens (hors Afrique du Sud) était de 90 milliards de dollars à la fin de l'année 2008 – un montant inférieur à celui de la ...

# Quels sont les déterminants du développement des marchés financiers d'Afrique subsaharienne ?

Par Scott Standley, responsable de recherches, Bureau indépendant d'évaluation du Fonds monétaire international

... bourse thaïlandaise (Tableau 2). A l'échelon mondial, la plupart des bourses africaines sont aussi relativement peu liquides. Les bourses subsahariennes ont un *turnover* moyen de 10 % en 2008, alors que celui des économies asiatiques émergentes est de 50 %. Avec des niveaux d'activité si bas, il est difficile d'attirer suffisamment de capitaux pour développer ces marchés financiers. Bien que plusieurs bourses aient fourni des efforts pour moderniser leurs infrastructures<sup>3</sup> (vues comme un obstacle à leur développement), le nombre réel d'échanges est encore très bas. Alors qu'il y a plusieurs millions d'échanges chaque année sur des marchés émergents comme le Brésil, certaines des plus importantes bourses africaines n'en comptent pas même une centaine.

Si les marchés d'actions demeurent sous-développés en Afrique subsaharienne, les marchés d'obligations le sont encore plus. Peu de pays de la zone ont un marché d'obligations mature et ceux qui existent sont ténus et inefficaces. En effet, durant les deux dernières décennies, beaucoup de pays africains ont pu accéder facilement aux financements concessionnels des bailleurs de fonds, freinant ainsi le développement des marchés de la dette et favorisant l'endettement de ces pays en devises étrangères. Aujourd'hui, la majorité des marchés d'obligations africains ne servent pas à attirer des capitaux. Les émissions sont rares et irrégulières, et la plupart ont des maturités de moins d'un an (Blommestein et Horman, 2007). Ces caractéristiques ont freiné la mise en place d'une courbe de taux fiable et d'indices de référence, et ont aussi limité la croissance de la base d'investisseurs.

## Le développement des marchés financiers et ses déterminants

Développer des marchés financiers efficaces n'est pas un projet de court terme. Il est de plus en plus évident que l'environnement politique et institutionnel dans lequel les marchés fonctionnent ...

<sup>3</sup> Aujourd'hui, la plupart des bourses ont des opérations automatisées et un système de dépôt centralisé. La fréquence des opérations a aussi augmenté, avec des activités boursières cinq jours par semaine, bien que certaines ne spéculent que pendant quelques heures par jour.

Tableau 1 : les indicateurs bancaires en 2008

	Crédit accordé au secteur privé (% du PIB)	Concentration bancaire (% des actifs détenus par les trois banques les plus importantes)	Actifs des banques autorisées à collecter les dépôts (% du PIB)
<b>MOYENNES DES PAYS ÉMERGENTS ET EN DÉVELOPPEMENT PAR RÉGION</b>			
Afrique subsaharienne	20,9	81,2	23,3
Amérique latine et Caraïbes	46,0	66,8	50,6
Europe et Asie centrale	45,1	64,6	40,0
Asie de l'Est et Pacifique	57,3	64,4	53,6
Asie du Sud	40,2	53,2	45,3
Moyen Orient et Afrique du Nord	46,7	70,1	64,3
<b>MOYENNES PAR NIVEAU DE REVENU DES PAYS</b>			
Hauts revenus	117,8	73,6	117,4
Revenus intermédiaires supérieurs	50,9	67,5	54,8
Revenus intermédiaires inférieurs	40,7	64,7	40,3
Bas revenus	18,8	79,5	21,2
<b>MOYENNE MONDIALE</b>	<b>60,0</b>	<b>71,1</b>	<b>62,3</b>

Toutes les données datent de 2008, sauf lorsqu'elles n'étaient pas disponibles - on aura alors utilisé des données de 2007. Les données sur la concentration bancaire, les dépôts et les actifs bancaires datent de 2007. Source : Beck et alii, 2009

# Quels sont les déterminants du développement des marchés financiers d'Afrique subsaharienne ?

Par Scott Standley, responsable de recherches, Bureau indépendant d'évaluation du Fonds monétaire international

... est un déterminant majeur de leur développement – une conclusion qui ne permet pas d'envisager une amélioration rapide. Parvenir à développer les marchés financiers nécessite en effet la mise en place d'un ensemble de politiques visant à assurer la stabilité économique et à stimuler la confiance des investisseurs.

Si un pilotage macroéconomique transparent et une stabilité politique sont nécessaires, des réformes spécifiques peuvent être mise en œuvre à moyen terme pour attirer l'investissement. Les cadres juridiques et réglementaires qui sous-tendent le système financier sont connus pour influencer la maturité des marchés financiers. À ce jour, la relative faiblesse de ces cadres a clairement freiné le développement du secteur bancaire et des marchés. Des structures juridiques et des organismes de régulation plus forts pour mieux définir les droits de propriété, faire respecter les contrats et protéger les investisseurs, sont donc nécessaires pour que les systèmes financiers puissent fonctionner efficacement.

La chronologie et l'ordre des réformes est aussi importante, et une stratégie devrait débuter par des initiatives visant à améliorer les services bancaires, puisqu'il est établi que les pays ayant des marchés de capitaux bien développés ont aussi des secteurs bancaires matures (Andrianaivo et Yartey, 2009). Si les institutions financières et les marchés peuvent néanmoins croître simultanément, se focaliser sur le développement des marchés serait prématuré dans les pays manquant d'un secteur bancaire suffisamment mature et d'une demande réelle de la part des entreprises pour des instruments alternatifs de financement. Il semble plus opportun de renforcer tout d'abord les services bancaires : modernisation des registres pour les biens nantis et de la protection des droits des créanciers (Beck *et alii*, 2009 ; Gulde *et alii*, 2006).

La taille d'un marché financier est aussi fortement liée à celle de l'économie – une conclusion qui se vérifie autant pour les marchés de capitaux que pour les marchés de la dette – la taille et l'activité de la plupart des bourses étant étroitement liées aux niveaux de développement économique. Certains pays peuvent donc être trop petits ...

**Tableau 2 : indicateurs boursiers pour quelques pays (fin 2008)**

	Nombre de sociétés cotées	Capitalisation boursière (Mds de dollars)	Volume échangé (Mds de dollars)	Turnover (%)	Capitalisation boursière (% du PIB)
Botswana	19	3,6	0,14	3,1	27,4
Côte d'Ivoire	38	7,1	0,32	4,1	30,2
Ghana	35	3,4	0,15	5,2	21,1
Kenya	53	10,9	1,44	11,8	31,6
Malawi	14	1,8	0,06	3,9	41,5
Maurice	41	3,4	0,40	8,9	39,8
Namibie	7	0,6	0,02	2,8	7,2
Nigéria	213	49,8	19,95	29,3	23,5
Afrique du Sud	425	491,3	401,49	60,6	177,5
Swaziland	7	0,2	0,00	0,0	7,8
Tanzanie	7	1,3	0,01	2,1	6,3
Ouganda	6	0,1	0,01	5,2	0,8
Zambie	15	2,3	0,07	4,1	16,4
Zimbabwe	81	5,3	0,81	5,1	n.a.
<b>Total Afrique subsaharienne</b>	<b>961</b>	<b>581,1</b>	<b>424,9</b>	<b>...</b>	<b>89,5</b>
<b>Total Afrique subsaharienne hors Afrique du Sud</b>	<b>536</b>	<b>89,9</b>	<b>23,4</b>	<b>...</b>	<b>24,1</b>
<b>MOYENNES RÉGIONALES</b>					
Afrique subsaharienne	69	41,5	30,3	10,4	33,2
Afrique subsaharienne hors Afrique du Sud	41	6,9	2,3	6,6	21,1
Amérique latine et Caraïbes	91	78,6	75,4	14,1	33,2
Europe et Asie centrale	354	109,0	52,0	34,1	19,6
Asie de l'Est et Pacifique	534	413,0	714,0	50,5	56,7
Asie du Sud	1,249	137,0	223,0	72,6	25,0
Moyen-Orient et Afrique du Nord	166	36,4	19,8	37,6	61,7
Pays de l'OCDE	982	947,0	2,530,0	124,4	48,4
<b>AUTRES MARCHÉS ÉMERGENTS</b>					
Kazakhstan	74	31,1	3,4	11,7	23,5
Pérou	199	55,6	5,1	6,3	43,7
Thaïlande	476	102,6	116,8	78,2	39,4

Les données pour la Zambie et le Zimbabwe datent de la fin de l'année 2007. Les données de la capitalisation boursière du Swaziland datent de la fin de l'année 2007 et pour l'Ouganda, de la fin de l'année 2006. Les données de la valeur échangée pour le Swaziland, la Tanzanie et l'Ouganda datent de la fin de l'année 2006. Les données pour le Cameroun, le Cap-Vert, le Mozambique et le Rwanda ne sont pas prises en compte étant donné les faibles niveaux d'activité. Le turnover équivaut aux volumes annuels échangés divisés par la capitalisation boursière. Source : Standard & Poor, Banque mondiale

# Quels sont les déterminants du développement des marchés financiers d'Afrique subsaharienne ?

Par Scott Standley, responsable de recherches, Bureau indépendant d'évaluation du Fonds monétaire international

... pour développer des marchés de capitaux viables, même avec des politiques macroéconomiques et des institutions appropriées, ce qui milite en faveur de la création de marchés régionaux d'actions et d'obligations. L'initiative régionale la plus importante à ce jour est celle de la Bourse régionale des valeurs mobilières (BRVM) d'Abidjan – bien que sa capacité à surmonter les problèmes des petites places boursières<sup>4</sup> ait été limitée. La mise en place de bourses régionales fonctionnelles est complexe, nécessitant un investissement technologique significatif et le dépassement de barrières administratives et politiques bien réelles. Par exemple, les pays participants doivent harmoniser leurs systèmes d'échanges, leurs réglementations juridiques, leurs normes en matière de *reporting* et leurs systèmes fiscaux. En outre, les bourses étant des symboles nationaux, une résistance politique à intégrer une bourse régionale située hors du pays peut voir le jour<sup>5</sup>.

Le lancement de bourses régionales peut donc paraître irréaliste à court terme. Des initiatives visant à intégrer partiellement les marchés peuvent cependant constituer des alternatives constructives. En particulier, les bourses les plus petites peuvent se développer en s'appuyant sur les systèmes existants dans les bourses plus développées de leur région. De telles initiatives incluent la cotation multiple<sup>6</sup>, l'harmonisation des réglementations liées à la cotation et à la régulation, et l'utilisation de systèmes automatisés. Ainsi, les entreprises de plusieurs pays pratiquent déjà

la cotation multiple à la fois au niveau national et à la JSE. Les bourses de la Communauté de développement de l'Afrique Australe (SADC) ont aussi essayé de renforcer leur intégration en harmonisant leurs critères de cotation en prenant comme modèle le système de la JSE. En Afrique de l'Est, plusieurs sociétés kényanes ont procédé à une cotation multiple en Tanzanie et en Ouganda, et ces trois bourses ont établi une autorité de régulation et une plate forme transactionnelle automatisée communes. De tels efforts devraient être davantage encouragés et s'accompagner de stratégies de renforcement du cadre juridique afin de promouvoir progressivement le développement des marchés financiers. ●

## RÉFÉRENCES

- Andrianaivo, M., Yartey, C.A., 2009.** Understanding the Growth of African Financial Markets, Fonds monétaire international, document de travail 09-182.
- Banque mondiale,** World Development Indicators.
- Beck, T., Demirguc-Kunt, A., Levine, R., 2009.** Financial Institutions and Markets Across Countries and Over Time: Data and Analysis, Banque mondiale, document de travail 4943.
- Beck, T., Fuchs, M., Uy, M., 2009.** Finance in Africa: Achievements and Challenges, Banque mondiale, document de travail 5020.
- Blommestein, H., Horman, G., 2007.** Government Debt Management and Bond Markets in Africa, *Financial Market Trends* 1, 241-73.
- Fonds monétaire international,** International Financial Statistics.
- Gulde, A., Pattilo, C., Christensen, J., 2006.** Sub-Saharan Africa: Financial Sectors Challenges, Fonds monétaire international, Washington, D. C.
- Standard & Poor,** Emerging Market Database.

<sup>4</sup> La BRVM a des agences dans chaque pays membre. Alors que la bourse s'est développée, elle souffre encore de sa taille et d'un défaut de liquidité. Par ailleurs, l'activité s'est surtout limitée aux entreprises ivoiriennes.

<sup>5</sup> La bourse régionale annoncée en Afrique centrale n'a jamais été opérationnelle. Après un différend sur le pays hôte, les bourses concurrentes au Gabon et au Cameroun ont cessé leur activité.

<sup>6</sup> Voir dans ce numéro de Secteur privé et développement, l'article d'Arnold Ekpe.