

156

# REVUE D'ECONOMIE FINANCIERE

REVUE TRIMESTRIELLE  
DE L'ASSOCIATION EUROPE  
FINANCES RÉGULATIONS N° 156  
4<sup>ème</sup> TRIMESTRE 2024

## INNOVATION FINANCIÈRE DANS LES PAYS EN DÉVELOPPEMENT

Innovations : efficacité et inclusion

Rechercher l'impact social et environnemental

Mieux gérer la dette internationale

• **Chronique d'histoire financière**

*Impact des cyclones tropicaux sur le secteur bancaire dans les Caraïbes coloniales britanniques*

• **Finance et littérature**

*Quand Hugo annonçait Schumpeter*

• **Articles divers**

*Dispositifs d'accountability hétérogènes parmi les banques centrales de l'Eurosystème*

*Les cryptomonnaies : de fausses monnaies ?*

# ASSOCIATION EUROPE-FINANCES-RÉGULATIONS

Association régie par la loi du 1<sup>er</sup> juillet 1901, déclarée le 3 août 2023 (J.O. du 22 août 2023)

Siège social : 58 rue de Lisbonne, 75008 Paris

---

## MEMBRES

---

*Membres* : Agence française de développement, Akeance Consulting, Amundi, Autorité des marchés financiers, Autorité des normes comptables, Autorité marocaine du marché des capitaux, Axa, Banque de France - ACPR, Banque Delubac & Cie, Banque européenne d'investissement, BlackRock France, BNP Paribas, Bredin Prat, Caisse des dépôts et consignations, CCR, Citadel asset management, Citigroup, CNP Assurances, Covéa, Crédit mutuel alliance fédérale, Crédit mutuel Arkea, Direction générale du Trésor, EDF, Euroclear, Euronext, Gide Loyrette Nouel, HSBC, KPMG, La Banque Postale, LCH SA, Linklaters LLP, Mazars, Moody's Ratings, Morgan Stanley, Natixis-BPCE, Onepoint, Paris Europlace, Promontory, PWC France, Scor, Société Générale, Sopra Steria Next, Viel & Cie.

---

## MEMBRES ASSOCIÉS

---

Spitz Poulle Kannan, Square Management.

---

## CONSEIL D'ADMINISTRATION

---

*Présidente* : Pervenche Berès

*Conseiller spécial de la Présidente* : Édouard-François de Lencquesaing

*Personnalités qualifiées* : Benoît Coeuré et Didier Valet

*Membres de droit* : Autorité des marchés financiers, Banque de France - ACPR, Paris Europlace

*Membres administrateurs* : Amundi, Axa, BNP Paribas, Bredin Prat, Caisse des dépôts et consignations, Covéa, EDF, Euronext, Mazars, Morgan Stanley, Natixis-BPCE, Société Générale

*En qualité de censeur* : Direction générale du Trésor

*Délégués généraux de l'Association* : Michel Cojean et Sylvain de Forges

*Trésorier de l'Association* : Sylvie Miet

---

## CONSEIL D'ORIENTATION

---

*Présidents d'honneur*

Jean-Claude Trichet, Christian Noyer

*Président* : François Villeroy de Galhau, *Gouverneur, Banque de France*

Marie-Anne Barbat-Layani, *Présidente, Autorité des marchés financiers*

Pervenche Berès, *Présidente, AEFR*

Afif Chelbi, *Président, Comité des Risques, Banque internationale arabe de Tunisie*

Benoît Coeuré, *Président, Autorité de la concurrence*

Bertrand Dumont, *Directeur général, Direction générale du Trésor*

Ambroise Fayolle, *Vice-Président, Banque européenne d'investissement*

Bernard Gannier, *Président, Finance Innovation*

Antoine Gosset-Grainville, *Avocat à la Cour, BDGS Associés*

Olivier Guersent, *Directeur général, COMP-Commission européenne*

Nezha Hayat, *Présidente, Autorité marocaine du marché des capitaux*

Elyès Jouini, *Professeur, Université Paris-Dauphine*

Hans-Helmut Kotz, *Senior Fellow, Leibniz Institute for Financial Research SAFE,*

*Center for Financial Studies, Université de Harvard*

Benoît de La Chapelle-Bizot, *Directeur des Affaires publiques, Groupe BPCE*

Eric Lombard, *Directeur général, Groupe Caisse des Dépôts*

Robert Ophèle, *Président, Autorité des normes comptables*

Alain Papiasse, *Chairman CIB, BNP Paribas*

Olivier Pastré, *Conseiller scientifique REF ; Professeur émérite, Paris 8*

Patricia Plas, *Directrice des Affaires publiques et des Relations institutionnelles, Axa*

Odile Renaud-Basso, *Présidente, BERD*

Rémy Rioux, *Directeur général, Agence française de développement*

Augustin de Romanet, *Président, Paris Europlace*

Jean-Luc Tavernier, *Directeur général, Insee*

Didier Valet, *Vice-Président Industrie, Institut Louis Bachelier*

Claire Waysand, *Directrice générale adjointe, Engie*

# L'INNOVATION FINANCIÈRE AU SERVICE DE LA LUTTE CONTRE LES VULNÉRABILITÉS ÉCONOMIQUES EN AFRIQUE

DANIEL COHEN (†)\*  
BRENDAN HARNOYS-VANNIER\*\*  
SÉBASTIEN VILLEMOT\*\*\*

181

Ces dernières années, les pays africains ont été confrontés à une série de chocs économiques qui ont considérablement augmenté les niveaux d'endettement et les risques financiers. Ces évolutions ont porté les risques liés à la dette à des sommets inédits depuis l'Initiative pays pauvres très endettés (Initiative PPTE), alors que ces pays étaient déjà confrontés à des difficultés pour assurer le service de leur dette, avant la crise sanitaire due à la Covid-19. La pandémie a exacerbé les vulnérabilités existantes, entraînant une nouvelle augmentation de la dette. En outre, la diversification des créanciers, bien qu'apparemment bénéfique, a introduit des complexités dans la gestion de la dette, car les exigences différentes des créanciers rendent plus difficile le refinancement, ou la négociation, de nouvelles conditions de financement. Cela est également illustré par le fait que, pendant plus d'un an, entre la fin de 2022 et le début de 2024, plusieurs pays africains n'ont pas pu accéder aux marchés internationaux.

Alors que les économies occidentales, en particulier aux États-Unis et en Europe, normalisaient leurs politiques monétaires après la pandémie,

---

\* École normale supérieure ; Paris School of Economics, Finance For Development Lab.

\*\* Économiste, FDL-CEPREMAP. Contact : [brendan.harnoysv@gmail.com](mailto:brendan.harnoysv@gmail.com)

\*\*\* Économiste, CEPREMAP. Contact : [sebastien@dynare.org](mailto:sebastien@dynare.org)

Cet article s'inspire de Cohen *et al.* (2022). Il n'aurait pas été possible sans les brillantes contributions de Daniel Cohen qui nous a quittés il y a un an. Nous avons écrit cet article en sa mémoire.

les pays africains ont fait face à des sorties massives de capitaux et des coûts de refinancement plus élevés sur les marchés de la dette. Avec une marge de manœuvre budgétaire limitée, les gouvernements africains ont tenté de préserver la stabilité économique et de faire face à l'augmentation des coûts de financement. Ces défis ont entravé leur capacité à investir dans des services et des infrastructures essentiels, tels que la santé, l'éducation et les initiatives de développement durable. L'incapacité à investir correctement a une incidence sur les progrès accomplis dans la réalisation des Objectifs de développement durable (ODD). Ces ODD sont cruciaux pour améliorer le niveau de vie et stimuler la croissance à long terme sur le continent. Ces pressions croissantes soulignent le besoin urgent, pour les nations africaines, d'avoir un accès aux capitaux stable et abordable, afin d'établir des marchés financiers robustes pouvant soutenir un développement économique durable.

Dans cet article, nous revenons sur les principaux défis, auxquels sont confrontés, aujourd'hui, les pays africains, et sur l'incapacité du dispositif mondial de sécurité financière (*global financial safety net*, GFSN) à fournir des solutions adéquates. Nous soumettons une série de propositions, afin de traiter ces vulnérabilités. Bien que ces solutions ne soient pas nouvelles, nous soutenons qu'elles sont, actuellement, en tête de liste des priorités de recherche, en raison de la polycrise actuelle.

182

### *DÉFIS LIÉS À LA DETTE, AUX MARCHÉS FINANCIERS ET À LA DÉPENDANCE AUX MATIÈRES PREMIÈRES*

Les défis financiers auxquels sont confrontées les nations africaines sont multiples, l'accès restreint à un financement abordable étant une préoccupation majeure. Lorsque les pays passent de l'aide publique au développement (APD) aux marchés de capitaux, ils font souvent face à des coûts d'emprunt élevés, en raison des risques perçus associés à l'investissement dans les marchés émergents, en particulier lorsque leur économie est peu diversifiée. Dans de nombreux cas, les économies africaines sont davantage vulnérables aux perceptions des investisseurs qu'aux risques réels, ce qui entraîne des réactions excessives empêchant les États d'obtenir des financements en période de ralentissement économique (Morsy et Moustafa, 2020 ; Fofack, 2021). Ce problème est encore aggravé par l'illiquidité de nombreux marchés financiers africains, où la faible profondeur de marché limite la capacité des États à renouveler la dette à court terme et les expose à des risques de liquidité et de refinancement.

Lorsque les pays africains sont confrontés à des sorties de capitaux, le risque d'assèchement des liquidités devient un problème de solvabilité, les enfermant dans un cycle de dépendance à l'égard de la dette limitant leur flexibilité politique (Albinet *et al.*, 2024). Ces préoccupations étant

exacerbées par l'augmentation de la dette. Les États africains se tournent souvent vers les marchés internationaux, mais se heurtent à des coûts d'emprunt élevés et à un accès limité (Atingi-Ego *et al.*, 2021 ; Songwe et Awiti, 2021). Une fois exclus des marchés internationaux de capitaux, il faut parfois des mois, voire des années, pour y accéder à nouveau, généralement à un coût plus élevé en raison de la détérioration des notations de crédit.

Les marchés financiers africains restent relativement sous-développés par rapport à ceux d'autres régions émergentes, comme l'Amérique latine ou l'Asie, où les systèmes financiers ont atteint un certain degré de liquidité, de capitalisation et de diversité des investisseurs (Griffith-Jones, 2016 ; Smaoui *et al.*, 2017). Les marchés africains ont de faibles niveaux de capitalisation boursière et peu de sociétés cotées, ce qui limite les opportunités de placement, au sein du pays, pour les investisseurs locaux. Par conséquent, les taux d'épargne nationaux sont faibles, et la région reste fortement dépendante des sources de financement extérieures, ce qui accroît l'exposition de l'Afrique au risque de bouleversements financiers mondiaux.

La dépendance de l'Afrique à l'égard des exportations de matières premières, exposant les économies du continent à une forte volatilité de leurs recettes fiscales, est un problème crucial qui vient aggraver ces difficultés financières. Cette dépendance à l'égard des matières premières comme source de revenus rend les pays africains sensibles aux fluctuations des prix mondiaux, et limite considérablement leur capacité à gérer durablement leur dette (Mpapalika et Malikané, 2019 ; Ndulu et O'Connell, 2021). Ainsi, les fluctuations des prix des matières premières deviennent l'un des principaux facteurs de l'instabilité économique et du surendettement dans la région, car les pays sont souvent incapables de se couvrir contre la volatilité des prix en raison du coût élevé des produits de protection financière.

Aujourd'hui, le continent africain reste largement sous-protégé par le dispositif mondial de sécurité financière. En 2020-2021, trois pays avaient accès à des accords de *swap* bilatéraux et dix pays à un accord régional de financement (les pays d'Afrique du Nord par l'intermédiaire du Fonds monétaire arabe et l'Afrique du Sud par l'intermédiaire de l'accord de réserve contingente des BRICS – Brésil, Russie, Inde, Chine et Afrique du Sud) (Kring *et al.*, 2021). Les quarante-trois pays restants n'ont eu accès qu'au FMI (Fonds monétaire international) pour la fourniture de liquidités, afin de stabiliser les conditions financières et extérieures. Si le soutien du FMI s'est considérablement élargi, la conditionnalité contraignante et la stigmatisation associée à une demande de programme poussent souvent les pays à reporter leur demande d'assistance.

## PROPOSITION D'UN MÉCANISME AFRICAIN DE LIQUIDITÉ ET DE STABILITÉ

Pour relever ces défis, nous proposons de créer un Mécanisme africain de liquidité et de stabilité (*African Liquidity and Stability Mechanism*, ALSM). Il fournirait, aux pays africains, des outils spécifiquement conçus pour répondre aux vulnérabilités financières propres au continent. Cette institution comprendrait quatre instruments fondamentaux pour soutenir la liquidité, aider à se protéger contre la volatilité des prix des matières premières, améliorer l'accès au crédit et faciliter la restructuration de la dette. Chaque instrument répondrait à un besoin financier distinct.

### *Mécanisme de liquidité et de soutenabilité*

En novembre 2021, la Commission économique pour l'Afrique des Nations unies (CEA) a introduit un Mécanisme de liquidité et de soutenabilité (*Liquidity and Sustainability Facility*, LSF). Organisée en mai 2022 par la CEA à Kigali (Rwanda), la conférence des ministres a réitéré le soutien du continent à cette initiative, et vingt-six pays africains ont approuvé son lancement. Le LSF est un *special purpose vehicle* (SPV), soit une entité *ad hoc* subventionnant les investissements du secteur privé dans la dette souveraine africaine. Il cible vingt-deux pays du continent à revenu moyen-inférieur et revenu moyen ayant fait appel aux marchés financiers mondiaux. Il prévoit de lever 30 Md\$ à moyen terme, et a été au centre des débats sur le réacheminement des droits de tirage spéciaux (DTS). Il vise à réduire les perceptions erronées sur le risque de liquidité des nations souveraines africaines, dans le but d'introduire une plus grande liquidité et une tension concurrentielle sur les prix, et, donc, de réduire les coûts d'emprunt des États à travers le continent. À cette fin, il fournit des prêts repo « concessionnels » aux investisseurs privés qui donneraient en garantie la dette souveraine africaine (euro-obligations ou obligations en monnaie locale). Les subventions du LSF impliquent des décotes constituant des coussins de sécurité pour soutenir les prêteurs, au cas où il serait nécessaire de liquider la garantie lors de défaillance de l'emprunteur. Cette approche « concessionnelle » du repo incite le secteur privé à accroître ses investissements de portefeuille sur le continent. Des conditions de prêt moins onéreuses devraient stimuler la demande du marché pour la dette souveraine africaine et, donc, limiter les coûts d'emprunt des États. La CEA estime que le LSF pourrait générer jusqu'à 11 Md\$ d'économies sur les coûts d'intérêt, au cours des cinq prochaines années. À plus long terme, le Mécanisme vise également à accroître le financement des ODD. Il encouragerait notamment l'émission d'obligations vertes, ou liées au développement

durable, par les États africains. Ces obligations vertes pourraient être utilisées, par des investisseurs privés, comme garanties dans des opérations repo à des conditions favorables.

### *Mécanisme de couverture des produits de base*

Les risques liés aux matières premières sont bien documentés, et certains pays ont mis en œuvre des stratégies efficaces pour les maîtriser. Par exemple, dans son Fonds de stabilisation économique et sociale, le Chili conserve les excédents de recettes du cuivre en cas de ralentissement économique, tandis que le Mexique atténue la volatilité des prix du pétrole en achetant des options de vente, afin de se prémunir contre les baisses de recettes, comme pendant la pandémie de Covid-19. Toutefois, ces approches sont difficiles à reproduire à grande échelle, en raison des pressions politiques et des coûts élevés. Les exportateurs de matières premières ont plusieurs possibilités pour se couvrir contre la volatilité des prix, comme les *swaps* de gré à gré, ou les prêts et les obligations indexées sur les matières premières. Cependant, ces instruments sont généralement illiquides, ce qui entraîne des primes importantes et accroît l'exposition aux risques de contrepartie. Par ailleurs, les contrats à terme et les options fondés sur le marché sont des opérations plus courantes, mais ils ne sont pas toujours adaptés aux besoins des États souverains, étant donné qu'ils restent chers, en particulier à proximité du prix au comptant (« près du pair »), ce qui limite la gamme de protection abordable aux options de vente couvrant les risques de prix extrêmes.

185

Une autre solution consisterait à vendre, sur les marchés, des contrats futures sur matières premières. Ainsi, les revenus perçus par l'État souverain seraient gelés à des prix prédéterminés dans le budget. Ensuite, ces contrats à terme pourraient être reconduits continuellement, afin de lisser les prix garantis. Cependant, ils ont un prix : les vendeurs doivent effectuer des appels de marge garantissant qu'ils seront en mesure de fournir aux acheteurs les quantités nécessaires. Les appels de marge peuvent être coûteux et, surtout, ils dépendent de la différence entre le prix au comptant et le prix à terme. Lorsque les prix augmentent au-delà du niveau prédéterminé (une situation *a priori* bénéfique pour l'exportateur de matières premières), la position du pays sur les marchés à terme se traduit par une perte générant un appel de marge. Le pays doit alors fournir des capitaux supplémentaires, afin de réapprovisionner le compte à hauteur des exigences minimales de marge. Ainsi, les appels de marge peuvent entraîner des pénuries de liquidités pour les pays, et constituent le principal obstacle à l'utilisation des marchés à terme par les pays en développement, étant donné que l'importance de la marge, pendant la durée du contrat, exige des

ressources financières extrêmement liquides de la part du détenteur (Kuwayama, 1994).

Pour réduire cette contrainte, un Mécanisme de couverture des matières premières permettrait d'éviter les appels de marge. Cela pourrait prendre la forme d'une couverture de contrats à terme, renouvelable sur une période de douze à dix-huit mois. Par exemple, les pays vendraient l'équivalent d'un quart de leur production sur le marché au comptant et le reste sur les marchés à terme à trois, six mois et neuf mois. Le Mécanisme de couverture des matières premières garantirait les appels de marge pour le restant. Il est important de souligner que cette garantie résout un problème de liquidité et non de solvabilité. En effet, elle est utilisée lorsque le prix de la marchandise de l'exportateur est élevé. Bien qu'il y ait un problème d'engagement, l'institution offrant la garantie doit croire qu'elle sera remboursée, ce qui n'est pas un problème pour une institution bénéficiant du statut de créancier privilégié. Il ne s'agit pas d'un problème de renflouement, puisque le pays exportateur est, en fait, plus riche, lorsque la garantie d'appel de marge est appelée.

L'idée n'est pas nouvelle. En 2011, le président de la République dominicaine, Leonel Fernández, a fait une proposition quelque peu similaire, dans un discours prononcé devant l'Assemblée générale des Nations unies. Il a suggéré que les dépôts de garantie destinés à couvrir les primes soient versés sur les contrats à terme sur matières premières. La Banque mondiale mène, elle aussi, des opérations actives similaires : elle sert d'intermédiaire pour les risques liés aux prix des matières premières, par le biais de son service de conseil en gestion des risques liés aux prix des matières premières (*commodity price risk management advisory*). En Uruguay, par exemple, pour atténuer l'impact des sécheresses sur la production et les revenus énergétiques, la Banque mondiale a réalisé une opération d'assurance de 450 M\$ pour la Compagnie nationale d'énergie sur une période de dix-huit mois, ce qui a contribué à renforcer la confiance des acteurs du marché. Autre exemple, les couvertures de marchandises de la Banque internationale pour la reconstruction et le développement (BIRD) lient les obligations de remboursement de ses prêts aux prix des matières premières. Ainsi, pour un pays exportateur de pétrole exposé au risque de baisse des prix des produits de base, le *swap* de produits de base sera structuré de telle sorte que le remboursement du principal et/ou des intérêts diminuera, si les prix des produits de base baissent. Cependant, dans la pratique, les garanties d'appels de marge sont considérées comme une autre exposition de la Banque mondiale au pays, ce qui limite leur utilisation par les clients. Elles sont sous-utilisées, et le Mécanisme de couverture des matières premières serait un fournisseur général de ces mécanismes, limité uniquement par ses ressources en capital et non par des limites d'accès.

### *Mécanisme d'amélioration du crédit*

Le Mécanisme d'amélioration du crédit viserait à améliorer la solvabilité des pays africains, leur permettant ainsi d'obtenir des financements à des conditions plus favorables. En offrant des garanties et d'autres formes de partage des risques, il réduirait la prime de risque sur les obligations souveraines africaines, ce qui permettrait aux pays d'emprunter à des taux d'intérêt plus bas. Dans un contexte où les pays africains sont confrontés à des coûts de financement élevés, il rendrait les marchés de capitaux plus accessibles et plus abordables.

Ce Mécanisme d'amélioration du crédit pourrait s'inspirer du modèle des obligations Brady, utilisé dans les années 1980 et 1990 pour restructurer la dette des pays d'Amérique latine. Les obligations Brady étaient des instruments de dette titrisés garantis par des bons du Trésor américain, et ont considérablement amélioré les conditions d'emprunt des pays d'Amérique latine. Ce Mécanisme pourrait adopter un modèle similaire, en offrant des garanties partielles sur la dette souveraine africaine. Ces garanties pourraient couvrir les paiements du principal ou des intérêts. Les nombreux abaissements de notation ayant affecté les pays africains rendent les structures et les modalités spécifiques des obligations Brady plus susceptibles d'aider à inverser les tendances en matière de notations de crédit, à réduire les coûts d'émission et à améliorer la négociabilité (Qian, 2021).

L'éligibilité à ces garanties devrait être limitée aux pays dont la situation économique et financière est saine, et qui rencontrent des difficultés pour obtenir les liquidités nécessaires sur les marchés financiers. Ces liquidités devraient être fournies, lorsque les coûts du marché sont suffisamment élevés pour justifier ces garanties, mais suffisamment bas pour ne pas entraver (et rendre plus complexe) la restructuration de la dette lorsqu'elle est nécessaire. Les pays qui demandent et obtiennent une assistance pourraient recevoir un prêt de l'ALSM, afin d'échanger la dette en cours, détenue par un créancier commercial, contre de nouvelles actions garanties, dont le collatéral pourrait être détenu par une institution partenaire tierce. L'ALSM pourrait également émettre directement des garanties souveraines pour le remboursement des nouvelles actions garanties.

Les aspects économiques de ces facilités Brady ne doivent pas être surestimés. Tout d'abord, lorsque la garantie est appelée, l'ALSM paiera ce à quoi il s'est engagé, mais seulement en créant une nouvelle dette plus sénior qui réduirait automatiquement la valeur de marché de l'exposition des créanciers privés. D'un point de vue strictement économique, c'est comme si les créanciers privés payaient eux-mêmes la garantie. Celle-ci n'est utile que dans la mesure où les nouveaux titres,

mieux notés, peuvent attirer de nouvelles catégories d'investisseurs. Alors que ce type de garantie devrait, théoriquement, laisser les créanciers privés indifférents, puisqu'il s'agirait simplement d'une réallocation des coûts, nous soutenons que, dans la pratique, la garantie offrirait un bonus supplémentaire. En assurant un minimum d'avantages en termes de liquidité grâce à une ancienneté plus élevée, elle agirait comme un filet de sécurité pour le redressement et dissiperait les craintes des investisseurs que, si la situation d'un pays africain se détériore, tout soit perdu. De ce point de vue, pour assurer la viabilité de cette facilité, le montant maximum garanti ne devrait pas dépasser 40 %, soit la décote moyenne dont les pays africains ont bénéficié au cours des dernières décennies. Afin de se prémunir *ex ante* contre d'éventuelles pertes pour l'ALSM, cet outil comporterait des règles de conditionnalité, notamment en demandant aux pays d'augmenter leurs recettes. Ces garanties seraient complémentaires à d'autres outils, en particulier le LSF, puisqu'elles augmenteraient la liquidité globale du marché.

### *Mécanisme de facilitation de la restructuration de la dette de l'ALSM*

188

Dans les pays africains, la restructuration de la dette peut être un processus complexe et long, en raison de la diversité des créanciers impliqués, chacun ayant des niveaux de tolérance au risque et des attentes de rendement différents. Le Mécanisme de facilitation de la restructuration de la dette simplifierait ce processus, en introduisant des outils et des incitations conçus pour encourager des négociations de restructuration plus efficaces et des niveaux plus élevés de participation des créanciers.

L'un des principaux outils proposés est l'introduction d'« incitations » basées sur des garanties. Ces incitations en espèces, ou sous forme de garanties, rendent les offres de restructuration plus attrayantes pour les investisseurs privés, augmentant ainsi leur volonté de participer et contribuant à éviter des négociations prolongées (FMI, 2021). En renforçant l'attrait des offres de restructuration, ces contreparties augmenteraient la probabilité d'une restructuration réussie. Dans les cas où les créanciers ont des préférences spécifiques pour les actifs liquides ou les instruments à court terme, comme les fonds de capital-investissement ou les fonds spéculatifs, ce Mécanisme de facilitation de la restructuration de la dette utiliserait ces outils pour adapter les offres de restructuration à leurs besoins, garantissant ainsi un niveau plus élevé d'adhésion de la part d'une base de créanciers diversifiée.

Ce Mécanisme pourrait également recourir à des enchères à la hollandaise inversées, afin d'optimiser le processus de restructuration

de la dette (Willems, 2021). Dans une enchère à la hollandaise inversée, les créanciers font des offres sur les conditions qu'ils jugent acceptables pour la restructuration, y compris les décotes et les taux d'intérêt, ce qui permet au marché de déterminer les conditions les plus appropriées, tout en préservant les fonds et la volonté des créanciers. Cette méthode permettrait aux pays africains d'obtenir des conditions optimales de restructuration de la dette correspondant à leurs capacités de remboursement, tout en garantissant un traitement équitable à tous les créanciers.

Pour l'ALSM, ce Mécanisme est un instrument essentiel, afin de maintenir la stabilité en assurant une résolution rapide et durable des crises d'endettement. Il fonctionnerait également sous la surveillance étroite du FMI, les efforts de restructuration étant coordonnés avec le FMI, afin de garantir le respect de cadres d'endettement viables et d'engagements solides en matière de politique budgétaire. En outre, il aiderait les pays africains à négocier des accords de restructuration de la dette qui soient viables et soutiennent la stabilité financière à long terme, contribuant ainsi à un environnement financier régional plus résilient.

### *MISE EN ŒUVRE D'UN ACCORD RÉGIONAL DE FINANCEMENT AFRICAIN*

189

L'ALSM prendrait la forme d'un fonds fiduciaire hébergé par une institution, bénéficiant à la fois du statut de créancier privilégié et du statut de détenteur agréé. Le statut de créancier privilégié est important pour garantir que les liquidités, fournies par le Mécanisme de facilitation de la restructuration de la dette, ne soient pas détournées au profit de créanciers privés. Le rang des prêts ALSM garantirait que, en cas de défaillance, l'institution serait remboursée, ce qui assurerait sa stabilité financière. Cela impliquerait également que ses outils ne renfloueraient pas le secteur privé. Le statut de détenteur agréé de DTS est une condition préalable privilégiée, afin de permettre le réacheminement des DTS et le soutien financier des pays non régionaux.

#### *Gouvernance et participation financière*

L'une des principales raisons d'être des accords régionaux de financement est de promouvoir l'appropriation, par les pays, du dispositif mondial de sécurité financière (Ocampo, 2006). Le développement d'une nouvelle institution financière panafricaine contribuerait à renforcer le pouvoir des pays africains, au sein du dispositif mondial de sécurité financière et des institutions internationales. Compte tenu de la réticence des pays à subir le stigmate politique de la sollicitation du FMI, cela pourrait également garantir une réponse plus rapide, en cas

de chocs affectant la liquidité, et éviter les retombées régionales (Gallagher *et al.*, 2021). Ainsi, l'ALSM pourrait être mis en place dans le système de la BAD (Banque africaine de développement) pour tirer parti de sa solide présence en Afrique, ainsi que de son statut de créancier privilégié et de détenteur agréé de DTS. S'il est lancé au sein de la BAD, l'ALSM devrait prendre la forme d'un fonds fiduciaire strictement indépendant, similaire dans sa conception au Mécanisme africain de soutien juridique, avec des cadres juridiques et opérationnels distincts. En effet, la BAD a une longue expérience des projets de développement à long terme, mais ils sont différents de ceux liés aux questions de stabilité financière à court terme.

Le capital initial versé pourrait être fourni, par les pays africains eux-mêmes et les économies avancées, sous forme d'APD ou de transferts de DTS. Le financement des DTS reste soumis à deux conditions : (1) l'ALSM doit être hébergé par un détenteur agréé de DTS, et (2) l'ALSM doit garantir que les DTS peuvent conserver leur statut d'avoirs de réserve. Quatre institutions africaines satisfont au premier critère : deux banques centrales (la Banque des États d'Afrique centrale – BEAC – et la Banque centrale des États d'Afrique de l'Ouest – BCEAO), le Fonds africain de développement et la BAD. Il est intéressant de noter que d'autres accords régionaux de financement bénéficient du statut de détenteur agréé (le FLAR – Fonds de réserve latino-américain –, et le FMA – Fonds monétaire arabe), ce qui suggère que cela pourrait être le cas pour l'ALSM. Toutefois, cela nécessiterait une modification des statuts du FMI, un processus long et incertain. Pour permettre le réacheminement des DTS, un système de compte spécifique pourrait être mis en place, comme pour le Fonds fiduciaire pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance du FMI, afin de maintenir le statut d'actif de réserve (Andrews *et al.*, 2021).

Le défi de satisfaire à la fois l'appropriation africaine requise et un soutien financier externe suffisant est immense, et une structure de gouvernance appropriée est nécessaire pour parvenir à un compromis politiquement réalisable. Pour garantir la responsabilité et l'indépendance, l'ALSM devrait être dirigé par un conseil d'administration représentant les pays membres et les contributeurs financiers internationaux officiels. Les droits de vote devraient être attribués aux pays africains, sous la forme d'un nombre de voix fixe et proportionnel à leur contribution financière, et aux contributeurs internationaux, sous la forme d'un nombre de voix proportionnel à leur contribution. Étant donné que le capital financier devrait provenir à la fois des membres et des investisseurs nationaux étrangers, des questions importantes se poseront sur la part des droits de vote attribuée aux contributeurs externes,

avec des compromis possibles entre l'adhésion des pays étrangers et l'appropriation par les pays africains. Une autre question concerne le pouvoir de négociation attribué aux petits contributeurs (petits pays ou pays à faible revenu). L'expérience du FLAR, où le pouvoir de vote est identique quelle que soit la taille du pays, montre que les pays à faible revenu sont plus susceptibles d'utiliser ses facilités. Ainsi, le système de vote est une caractéristique importante de l'ASLM, puisqu'il ancrera sa gouvernance et sa crédibilité, et déterminera son utilisation.

### *Complémentarité et crédibilité*

La mise à disposition de nouveaux outils de soutien financier ne doit pas se faire à la légère, car les risques d'aléa moral sont élevés. Par conséquent, l'ASLM ne devrait pas renflouer les pays, dont la situation macrofinancière n'est pas viable, ni se substituer aux programmes du FMI. Au contraire, l'ASLM devrait se concentrer sur les vulnérabilités financières spécifiques à l'Afrique qui ne font pas encore partie des cibles des institutions financières internationales. À cette fin, la création de l'ASLM devrait suivre les lignes directrices, pour la complémentarité, identifiées par le G20, le FMI et les accords régionaux de financement existants (FMI, 2017 ; G20 Eminent Persons Group, 2018 ; Cheng *et al.*, 2020).

Les limites d'accès doivent être prédéterminées par le type d'instrument et la contribution financière de chaque membre de l'ASLM. Comme dans le cas d'autres accords régionaux de financement, elles peuvent être une proportion fixe pour tous les pays, ou déterminées pays par pays de manière à favoriser les pays à faible revenu. La tarification des facilités pourrait suivre les approches de la BAD, du FMI, de la Banque mondiale ou d'autres accords régionaux de financement, avec un taux de base choisi parmi le LIBOR (*London interbank offered rate*) ou le taux d'intérêt des DTS, auquel s'ajouteraient des marges de base comprises entre 50 et 400 points de base, des surcharges comprises entre 100 et 300 points de base, et des commissions d'engagement et de service inférieures à 60 points de base. L'amélioration de la qualité de la dette africaine n'est possible que si les lignes de liquidité disponibles sont associées à un moyen de garantir une politique budgétaire disciplinée. Par conséquent, tous les instruments devraient être associés à des critères de qualification clairs et à des mesures de sauvegarde strictes. Pour faciliter une discipline et une crédibilité adéquates, l'ASLM devrait être soutenu par un bureau de recherche et de surveillance macroéconomique et financière dédié et indépendant (similaire dans l'esprit à l'AMRO – ASEAN+3 Macroeconomic Research Office – de la CMIM – *Chiang Mai Initiative Multilateralisation*). Ce bureau devrait être chargé de suivre la santé macroéconomique et financière

des pays membres, de recommander des orientations de politiques économiques et d'évaluer l'état des pays, lorsqu'ils demandent l'assistance d'une ligne de liquidité de l'ALSM. Étant donné que les racines structurelles des problèmes d'endettement dans plusieurs pays africains sont liées aux difficultés des États à collecter des revenus, le bureau de recherche et de surveillance macroéconomique et financière de l'ALSM pourrait être chargé d'aider les pays à concevoir des réformes structurelles adéquates, afin d'améliorer la mobilisation de revenus, et à élaborer des mesures de sauvegarde adéquates, afin de s'attaquer aux vulnérabilités sous-jacentes.

Ces options ne devraient pas être utilisées sans un effort sérieux pour améliorer la qualité des institutions fiscales et de la gouvernance en général. En moyenne, les pays africains se classent en dessous des autres régions, dans toutes les catégories des indicateurs de gouvernance mondiale. Une majorité de pays ont vu leur score se détériorer pour la plupart des indicateurs, ainsi que pour les indices de la qualité des politiques et des institutions les plus pertinentes concernant les politiques d'endettement et fiscales (telles que mesurées par l'évaluation des politiques et des institutions nationales). Ces baisses des indicateurs de gouvernance coïncident avec une augmentation de l'endettement et du risque de crise (Devarajan *et al.*, 2021). La perception de la corruption qui est élevée dans plusieurs pays africains impose également des limites importantes à la collecte des impôts par l'État, ce qui met en péril la marge de manœuvre fiscale des pays et leur capacité à faire face aux chocs et à investir dans des biens publics à long terme (Boly *et al.*, 2021). Ainsi, l'accès aux facilités de l'ALSM devrait être assorti de mesures de sauvegarde spécifiques et de recommandations politiques, afin de faciliter les progrès vers une gestion plus durable des politiques budgétaires et d'endettement. Une attention particulière devrait être accordée aux pratiques de transparence liée à la dette.

192

### *Répondre aux besoins financiers*

L'ALSM nécessite des capitaux importants. Si l'on considère la moyenne des besoins de financement externes des pays africains au cours des cinq dernières années, nous estimons que le besoin global se situe entre 20 Md\$ et 30 Md\$. Les pays africains sont confrontés à des ratios « service de la dette/réserves » élevés (38,4 % en moyenne, contre 18,1 % en Asie). Ramener les ratios africains à des niveaux « raisonnables » démontre le besoin de 30 Md\$ à 45 Md\$ de liquidités. Ce financement constituerait une réserve vitale, permettant aux nations africaines de résister aux pressions économiques et d'œuvrer pour un développement durable.

## CONCLUSION

L'ALSM est une initiative transformatrice visant à remédier aux vulnérabilités financières de l'Afrique. Grâce à l'apport de liquidités, au renforcement du crédit, au soutien de la restructuration de la dette et à la stabilisation des recettes tirées des produits de base, il permettra, aux pays africains, de gérer les risques financiers et de favoriser la stabilité. Soutenu par une gouvernance et une discipline budgétaire solides, il attirera davantage d'investissements et assurera la stabilité financière nécessaire à une croissance durable, soutenant ainsi l'Afrique sur le chemin de la résilience économique et du développement. Il pourrait ouvrir la voie à de futures innovations. Par exemple, lorsque les marchés bancaires africains auront atteint une taille suffisante, il pourrait héberger un Mécanisme de résolution, comme le font d'autres accords régionaux de financement. Alors que le multilatéralisme est devenu un défi majeur, il est essentiel d'offrir aux pays africains un appui adéquat, sans quoi nous courons le risque de crises mondiales plus importantes à l'avenir. Si la faisabilité politique reste un défi majeur, les enjeux importants nous obligent à placer ces objectifs en tête des programmes de recherche et d'action.

Décembre 2024

193

## BIBLIOGRAPHIE

- ALBINET C., KESSLER M. et BRANCHER M. (2024), « Mapping Debt Vulnerabilities: an Update », Finance for Development Lab, *Short Note*.  
[https://findevlab.org/wp-content/uploads/2023/12/FDL\\_Debt-distress-update\\_final20231204.pdf](https://findevlab.org/wp-content/uploads/2023/12/FDL_Debt-distress-update_final20231204.pdf)
- ANDREWS D., HICKLIN J. et PLANT M. (2021), « Three Ways New SDRs Can Support the IMF's Lending to Low-Income Countries », Center for Global Development, Blog Post, 29 avril.  
<https://www.cgdev.org/blog/three-ways-new-sdrs-can-support-imfs-lending-low-income-countries>
- ATINGI-EGO M., TIMUNO S. et MAKUVE T. (2021), « Public Debt Accumulation in SSA: a Looming Debt Crisis », *Journal of African Economies*, vol. 30, n° supplément 1, novembre, pp. i103-i139.  
[https://academic.oup.com/jae/article/30/Supplement\\_1/i103/6395214](https://academic.oup.com/jae/article/30/Supplement_1/i103/6395214)
- BOLY A., KONTE M. et SHIMELES A. (2021), « Corruption Perception and Attitude Towards Taxation in Africa », *Journal of African Economies*, vol. 30, n° supplément 1, novembre, pp. i140-i157.  
[https://academic.oup.com/jae/article/30/Supplement\\_1/i140/6395208](https://academic.oup.com/jae/article/30/Supplement_1/i140/6395208)
- CHENG G., MIERNIK D. et TURANI T. (2020), « Finding Complementarities in IMF and RFA Toolkits », European Stability Mechanism, *Discussion Paper Series*, n° 8, février, pp. 1-44.  
<https://www.esm.europa.eu/publications/finding-complementarities-imf-and-rfa-toolkits>
- COHEN D., ELBADAWI I., HARNOYS-VANNIER B. et VILLEMOT S. (2022), « For an African Liquidity and Stability Mechanism: Addressing Financial Vulnerabilities to Unlock Africa's Potential », Finance for Development Lab, *Policy Note*, n° 1, juin.  
[https://findevlab.org/wp-content/uploads/2022/06/FDLnote\\_ForALSM\\_final.pdf](https://findevlab.org/wp-content/uploads/2022/06/FDLnote_ForALSM_final.pdf)

DEVARAJAN S., GILL I. S. et KARAKÜLAH K. (2021), « Debt, Growth and Stability in Africa: Speculative Calculations and Policy Responses », *Journal of African Economies*, vol. 30, n° supplément 1, novembre, pp. i74-i102.

<https://doi.org/10.1093/jae/ejab022>

FMI (Fonds monétaire international) (2017), « Collaboration Between Regional Financing Arrangements and the IMF », *Policy Papers*, 31 juillet, pp. 1-43.

<https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2017/07/31/pp073117-collaboration-between-regional-financing-arrangements-and-the-imf>

FMI (2021), « Fund Support for Debt- and Debt-Service-Reduction Operations », *Policy Paper*, n° 2021/018, 16 mars.

<https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2021/03/16/Fund-Support-for-Debt-and-Debt-Service-Reduction-Operations-50266>

FOFACK H. (2021), « The Ruinous Price for Africa of Pernicious Perception Premiums », Brookings Africa Growth Initiative, octobre.

[https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2021/10/21.10.07\\_Perception-premiums.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2021/10/21.10.07_Perception-premiums.pdf)

G20 EMINENT PERSONS GROUP (2018), *Making the Global Financial System Work for All*, G20 Eminent Persons Group on Global Financial Governance, rapport, octobre.

<https://www.globalfinancialgovernance.org/files/g20epg-full%20report.pdf>

GALLAGHER K. P., GAO H., KRING W. N., OCAMPO J. A. et VOLZ U. (2021), « Resetting the Global Financial Safety Net for the Covid-19 Recovery », Task Force 9, International Finance, *Policy Brief*, septembre.

[https://www.global-solutions-initiative.org/policy-briefs-search/?\\_search\\_policy\\_brief=Resetting%20the%20Global%20Financial%20Safety%20Net%20for%20the%20Covid-19%20Recovery%20](https://www.global-solutions-initiative.org/policy-briefs-search/?_search_policy_brief=Resetting%20the%20Global%20Financial%20Safety%20Net%20for%20the%20Covid-19%20Recovery%20)

GRIFFITH-JONES S. (2016), « Achieving Financial Stability and Growth in Africa », in Arestis P. et Sawyer M. (éd.), *Financial Liberalisation: Past, Present and Future*, Springer International Publishing, pp. 133-175.

[https://doi.org/10.1007/978-3-319-41219-1\\_4](https://doi.org/10.1007/978-3-319-41219-1_4)

KRING W. N., MÜHLICH L., FRITZ B., GALLAGHER K. P., PITTS J. D., MARQUES M. Z. et GAITÁN N. (2021), « Global Financial Safety Net Tracker », Global Development Policy Center.

<http://www.gfsntracker.com>

KUWAYAMA M. (1994), « Futures Markets as a Risk Management Tool for Latin American Commodity Exports: Some Pending Issues », Economic Commission for Latin America and the Caribbean, *Working Paper*, n° 30, août.

[https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/9607/S9400503\\_en.pdf?sequence=1&isAllo wed=y](https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/9607/S9400503_en.pdf?sequence=1&isAllo wed=y)

MORSY H. et MOUSTAFA E. (2020), « Mispricing of Sovereign Risk and Investors Herding in African Debt Markets », African Development Bank Group, *Working Paper Series*, n° 331, mai.

[https://www.afdb.org/sites/default/files/documents/publications/wps\\_no\\_331\\_mispricing\\_of\\_sovereign\\_risk\\_and\\_investor\\_herding\\_in\\_african\\_debt\\_markets.pdf](https://www.afdb.org/sites/default/files/documents/publications/wps_no_331_mispricing_of_sovereign_risk_and_investor_herding_in_african_debt_markets.pdf)

MPAPALIKA J. et MALIKANE C. (2019), « The Determinants of Sovereign Risk Premium in African Countries », *Journal of Risk and Financial Management*, vol. 12, n° 1.

<https://doi.org/10.3390/jrfm12010029>

NDULU B. et O'CONNELL S. (2021), « Africa's Development Debt », *Journal of African Economies*, vol. 30, n° supplément 1, novembre, pp. i33-i73.

<https://doi.org/10.1093/jae/ejab021>

OCAMPO J. A. (2006), « Regional Financial Cooperation: Experiences and Challenges », in Ocampo J. A. (éd.), *Regional Financial Cooperation*, Washington DC, Brookings Institution Press, pp. 1-39.

[https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/07/regionalfinancialcooperation\\_chapter.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/07/regionalfinancialcooperation_chapter.pdf)

QIAN Y. (2021), « Brady Bonds and the Potential for Debt Restructuring in the Post-Pandemic Era », Boston University, Global Development Policy Center, *Working Paper*, n° 018, septembre.

[https://www.bu.edu/gdp/files/2021/09/GCI\\_WP\\_018\\_FIN.pdf](https://www.bu.edu/gdp/files/2021/09/GCI_WP_018_FIN.pdf)

SMAOUI H., GRANDES M. et AKINDELE A. (2017), « The Determinants of Bond Market Development: Further Evidence from Emerging and Developed Countries », *Emerging Markets Review*, vol. 32, septembre, pp. 148-167.

<https://doi.org/10.1016/j.ememar.2017.06.003>

SONGWWE V. et AWITI C. (2021), « African Countries' Debt: a Tale of Acceleration at Multiple Speeds and Shades », *Journal of African Economies*, vol. 30, n° supplément 1, novembre, pp. i14-i32.

<https://doi.org/10.1093/jae/ejab020>

WILLEMS T. (2021), « An Auction-Based Sovereign Debt Restructuring Mechanism », IMF Connect.

<https://www.imfconnect.org/content/dam/imf/Spring-Annual%20Meetings/SM21/openevents/An%20Auction-Based%20Sovereign%20Debt%20Restructuring%20Mechanism.pdf>



# R E V U E D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

---

## COMITÉ DE RÉDACTION

---

*Présidents d'honneur*

Jacques Delmas-Marsalet (†)

Hélène Ploix

\*\*

Sylvain de Forges, *Directeur de la publication*

Olivier Pastré, *Conseiller scientifique*

Esther Jeffers, *Directrice de la Rédaction*

Patrick Artus, *Directeur de la recherche et des études, Natixis*

Raphaëlle Bellando, *Professeur, Université d'Orléans*

Kheira Benhami, *Directrice de la division études, stratégie et risques, AMF*

Pervenche Berès, *Présidente, AEFR*

Christian de Boissieu, *Professeur, Université Paris I*

Jean Boissinot, *Directeur des Études et analyse des risques, ACPR*

Pierre Bollon, *Membre, Comité économique et social européen*

Jean-Bernard Chatelain, *Professeur, Université Paris I, GdRE « Monnaie Banque et Finance »*

Jézabel Couppey-Soubeyran, *Maître de conférences, Université Paris 1 Panthéon Sorbonne*

Claude Diebolt, *Directeur de recherche au CNRS, Université de Strasbourg*

Olivier Garnier, *Directeur général des statistiques, des études et de l'international, Banque de France*

Ulrich Hege, *Professeur, Toulouse School of Economics (TSE)*

Pierre Jaillet, *Chercheur associé, IRIS et Institut Jacques Delors-Notre Europe*

Fatos Koc, *Responsable de la gestion de la dette publique, OCDE*

Isabelle Laudier, *Responsable, Institut pour la recherche, Groupe Caisse des Dépôts*

Catherine Lubochinsky, *Professeur, Université Paris II – Assas*

Sylvie Matherat, *Administratrice indépendante, Senior Global Adviser, Mazars*

Jean-Paul Pollin, *Professeur, Université d'Orléans*

Jean-Charles Simon, *Délégué général, Paris Europlace*

Philippe Trainor, *Professeur, Conservatoire national des arts et métiers (CNAM)*

Natacha Valla, *Doyenne, École du management et de l'innovation, Sciences-Po*

58 rue de Lisbonne – 75008 Paris

Site Internet : [www.aefr.eu](http://www.aefr.eu)

## Innovation financière dans les pays en développement

Introduction

*PIERRE JACQUET*

*JEAN-MICHEL SEVERINO*

### Innovations : efficacité et inclusion

Opportunités et risques  
du déploiement des Fintechs  
dans les pays émergents  
et en voie de développement

*JEAN-PAUL POLLIN*

Les monnaies numériques et l'avenir  
de la microfinance

*CHRISTIAN RIETSCH*

Développer l'inclusion financière  
grâce aux services financiers numériques

*LEORA KLAPPER*

*HOLTI BANKA*

L'innovation financière en Amérique latine  
et dans les Caraïbes : pragmatisme et progrès

*JON FROST*

*JEAN-CHARLES ROCHET*

*ALEXANDRE TOMBINI*

*MARIANNE VERDIER*

### Rechercher l'impact social et environnemental

Comment lever les barrières  
à l'extension de la finance durable  
et transformatrice

*NAHED SAAB*

L'investissement d'impact  
et le développement financier  
en Afrique

*FLORIAN LÉON*

## Mieux gérer la dette internationale

Endettement souverain et innovations  
financières en Afrique subsaharienne :  
défis et perspectives

*SAMBA DIOP*

La nature sous hypothèque ? Promesses  
et réalités des échanges dette-nature  
pour les pays émergents

*THOMAS LOUSSOUARN*

L'innovation financière au service  
de la lutte contre les vulnérabilités économiques  
en Afrique

*DANIEL COHEN (†)*

*BRENDAN HARNOYS-VANNIER*

*SÉBASTIEN VILLEMOT*

## Chronique d'histoire financière

Impact des cyclones tropicaux  
sur le secteur bancaire dans les Caraïbes  
coloniales britanniques

*JOEL HUESLER*

## Finance et littérature

Quand Hugo annonçait Schumpeter

*ALAIN-GÉRARD SLAMA*

## Articles divers

Dispositifs d'*accountability* hétérogènes  
parmi les banques centrales  
de l'Eurosystème

*ADRIANO DO VALE*

*LÉO MALHERBE*

Les cryptomonnaies :  
de fausses monnaies ?

*PATRICE BOUVET*