

Numéro 5 Mars 2010

LES MARCHÉS FINANCIERS EN AFRIQUE : VÉRITABLE OUTIL DE DÉVELOPPEMENT ?

Malgré leurs limites, les marchés financiers contribuent-ils réellement au financement du secteur privé ?
Que peuvent-ils apporter aux entreprises et aux particuliers ?
Comment les gouvernements et les bailleurs de fonds peuvent-ils améliorer leur fonctionnement ?
Ce numéro propose de confronter les opinions d'experts sur ces questions.

Sommaire

LA RÉCENTE MONTÉE EN PUISSANCE DES MARCHÉS FINANCIERS AFRICAINS

Cyrille Nkontchou,

Enko Capital

Page 3

L'ACTIONNARIAT POPULAIRE EN AFRIQUE, UN OUTIL TANT POLITIQUE QUE FINANCIER

Laurent Demey,

Proparco

Page 6

LA COTATION EN AFRIQUE : AVANTAGES ET INCONVÉNIENTS

Mahmud Janmohamed,

Serena Hotels Africa

Page 9

DONNÉES CLÉS

Les marchés financiers en chiffres

Page 12

LA COTATION MULTIPLE EN AFRIQUE : L'EXPÉRIENCE RÉUSSIE D'ECOBANK

Arnold Ekpe,

Ecobank

Page 14

QUELS SONT LES DÉTERMINANTS DU DÉVELOPPEMENT DES MARCHÉS FINANCIERS D'AFRIQUE SUBSAHARIENNE ?

Scott Standley,

Fonds monétaire international

Page 17

COMMENT LES BAILLEURS DE FONDS PEUVENT-ILS SOUTENIR LE SECTEUR FINANCIER EN AFRIQUE ?

Thierry Tanoh,

Société financière internationale

Page 21

DÉVELOPPEMENT DE LA FINANCE ET CROISSANCE ÉCONOMIQUE : BANQUES VERSUS MARCHÉS FINANCIERS ?

Thorsten Beck,

Université de Tilburg

Page 24

Édito

Par Luc Rigouzzo, directeur général de Proparco

Les marchés financiers africains ont connu, depuis le début des années 1990, une croissance spectaculaire ; alors une douzaine, ils sont maintenant 23 et couvrent l'ensemble du continent. La capitalisation boursière a été multipliée par neuf, et plus de 2000 entreprises sont maintenant cotées. Depuis quelques années, les introductions en bourse se sont multipliées, permettant à certaines banques ou à des entreprises de lever des capitaux considérables – ce qui démontre, à n'en pas douter, la profondeur de l'épargne locale et l'intérêt des investisseurs nationaux pour les places boursières. Près de 4 milliards de dollars ont ainsi été levés localement sur la seule bourse de Lagos, au Nigéria, dans les années 2000. Grâce aux programmes de privatisation, des centaines de milliers d'africains sont devenus actionnaires des grandes entreprises de leurs pays. La taille de ces marchés, pourtant, reste faible – tant à l'échelle mondiale qu'à celle des économies africaines. La liquidité est souvent inexistante, rebutant des investisseurs étrangers encore trop peu présents sur ces places boursières. Les entreprises hésitent à entrer en bourse, et ne parviennent que rarement à se financer par le biais d'emprunts obligataires.

Ce cinquième numéro de la revue Secteur privé et développement dresse un panorama complet des évolutions (récentes et à venir) des marchés financiers africains. Il s'agit aussi d'évoquer leur utilité et leurs effets sur les économies africaines et de s'interroger : n'est-il pas encore trop tôt, dans le «parcours développemental» du continent, pour investir dans la création de marchés financiers ? Qu'apportent réellement les places boursières aux entreprises qui font le choix de la cotation ?

Quel est l'ancrage populaire de ces marchés ? Et comment s'articulent-ils avec les marchés bancaires – eux-mêmes embryonnaires dans de nombreux pays ?

Fidèle à sa ligne éditoriale, la revue Secteur privé et développement fait de nouveau le choix d'une confrontation d'idées entre chercheurs, acteurs du développement et opérateurs privés, investisseurs ou entreprises cotées. Je souhaite remercier l'ensemble des auteurs pour l'originalité et la diversité de leurs points de vue, et pour avoir su dépasser la vision souvent trop simpliste que l'on a des réalités africaines. Un tel sujet, pourtant, aurait pu être entièrement brouillé par les positionnements idéologiques et les débats récents sur la crise ; ce ne fut pas le cas. Les auteurs nous disent à quel point les marchés financiers sont devenus importants pour l'Afrique, à quel point l'outil boursier – avec ses limites et ses faiblesses – est désormais une réalité locale.

Proparco a fait le choix, depuis 15 ans, de soutenir avec d'autres bailleurs de fonds le développement des marchés financiers africains. Ce choix est devenu un axe majeur de notre stratégie. Il est important d'évaluer l'impact et la pertinence de ces interventions ; ce numéro de Secteur privé et développement y contribue sans aucun doute. Les articles que vous lisez, je l'espère avec plaisir et intérêt, renforcent notre volonté de poursuivre notre action en faveur de ces marchés – tout en ayant conscience, bien entendu, qu'ils ne sont qu'un élément parmi l'ensemble des infrastructures physiques et financières nécessaires au développement du continent. ●

Enko Capital Management est une société de gestion d'actifs tournée vers l'Afrique, présente à Londres et à Johannesburg. La société gère un fonds à capital variable qui investit dans des sociétés cotées, et un fonds fermé qui investit dans des sociétés à forte croissance souhaitant être cotées sur une des places boursières du continent. L'auteur analyse les récentes évolutions des marchés financiers africains tout en relevant leur rôle croissant dans l'apport de capitaux au secteur privé.

Cyrille Nkontchou 
Enko Capital

Cyrille Nkontchou a fondé Enko Capital Management LLP, une société de gestion d'actifs basée à Johannesburg et à Londres ; il en est aujourd'hui le directeur associé. Il est également le fondateur et le président exécutif de LiquidAfrica Holdings Limited. Ayant débuté sa carrière en France en tant que consultant chez Andersen Consulting (devenu, depuis, Accenture), il a travaillé par la suite à Londres pour Merrill Lynch. Il est titulaire d'un diplôme d'économie de l'Institut d'Études Politiques de Paris et d'un MBA de la Harvard Business School.

La récente montée en puissance des marchés financiers africains

Les marchés financiers jouent un rôle de plus en plus important dans le financement du secteur privé africain. Leur récente montée en puissance est indéniable – malgré le coup d'arrêt porté par la crise de 2008 : flux de capitaux multipliés par six en 10 ans, ouverture de places boursières, introduction en bourse de sociétés publiques et privées, etc. Pour poursuivre le développement de ces marchés, il est essentiel de libérer l'épargne africaine – retenue captive par des actifs de faible rendement et par l'absence d'offre de qualité – et de savoir mieux capter les flux d'investissement de portefeuille.

Par **Cyrille Nkontchou**, fondateur et directeur associé, Enko Capital Management LLP

Les flux de capitaux privés en Afrique subsaharienne ont été multipliés par six au cours de la première décennie du XXI^e siècle. L'investissement direct a été dominé par de grandes multinationales étrangères, se dirigeant en priorité dans l'exploitation des ressources du continent. Plus récemment, les marchés financiers africains sont devenus une source majeure de financement. De 2007 à 2009, en effet, 10 milliards de dollars de capital ont été levés sur les places boursières africaines ; bon nombre de nouveaux émetteurs – comme le Gabon et le Ghana – ont émis avec succès des obligations souveraines sur le marché international.

Les marchés financiers jouent donc un rôle de plus en plus important dans l'apport de capitaux au secteur privé subsaharien – et plus particulièrement dans les secteurs des services financiers et des télécommunications. Ils jouent également un rôle crucial pour l'épargne locale – en proposant des opportunités d'investissement alternatives – comme en atteste l'exemple du Nigéria, où l'épargne locale a été drainée par les marchés financiers et a permis d'assurer en grande partie la recapitalisation du secteur bancaire. Cependant, en dépit de ces récents succès, le manque de données précises entrave le développement des marchés financiers africains, empêchant les gouvernements et les institutions de développement de mettre en œuvre les politiques qui seraient les plus adéquates.

Montée en puissance des marchés financiers

Au début des années 1990, il y avait une douzaine de places boursières en Afrique. Actuellement, il en existe plus de 23 – dont deux bourses régionales. Plus des deux tiers des pays africains sont couverts par une bourse locale ou régionale.

Avec moins de 2000 entreprises cotées sur les marchés africains¹, le nombre de sociétés ayant

financé leur croissance grâce aux marchés financiers reste relativement réduit. Cependant, au cours des trois dernières années, de plus en plus d'entreprises africaines ont été cotées en bourse. Entre 2007 et 2009, plus de 10 milliards de dollars de capital ont été levés sur 18 places boursières, essentiellement grâce à l'admission en bourse de 170 nouvelles entreprises. La capitalisation boursière des 10 plus grands marchés est passée de 222 milliards de dollars à plus de 700 milliards de dollars entre 2002 et 2008 – soit un taux de croissance annuel moyen (TCAM) de 18 %. Au Nigéria, la recapitalisation du secteur bancaire entre 2005 et 2008 a attiré plus de quatre milliards de dollars d'investissements nouveaux, provenant essentiellement d'investisseurs locaux. La bonne performance boursière des sociétés nouvellement introduites sur le marché a attiré un nombre encore plus important d'investisseurs dans des sociétés prévoyant une cotation. Plus de huit milliards de dollars ont été levés pour le seul Nigéria, entre 2007 et 2009, dans de tels investissements².

L'intérêt croissant des investisseurs pour l'acquisition d'actions de sociétés de services publics – telles que KenGen (énergie) et Safaricom (télécommunications) au Kenya – et de banques – Zanaco en Zambie, par exemple – a permis à des États africains de réaliser des gains en se défaisant avec succès de participations importantes dans ces compagnies. Ils ont également profité de l'intérêt des investisseurs pour les emprunts d'État, ce qui leur a permis d'émettre des obligations sur le marché international. Le gouvernement ghanéen a ainsi émis 750 millions de dollars en obligations d'État, et la République du Gabon est parvenue à émettre sur le marché international une obligation de un milliard de dollars sur 10 ans. De même, le gouvernement des Seychelles a émis une obligation de 230 millions de dollars sur trois ans. Ces flux améliorent...

¹ En comparaison, l'Inde en compte 3500 à elle seule et la Chine environ 1700.

² Il s'agit d'acquérir des actions d'une société avant que celle-ci soit introduite en bourse. En vendant après l'introduction les parts ainsi acquises, les investisseurs espèrent faire une belle plus-value, le cours ayant été dynamisé par les souscriptions.

La récente montée en puissance des marchés financiers africains

Par Cyrille Nkontchou, fondateur et directeur associé, Enko Capital Management LLP

... indéniablement les capacités de financement et d'investissements publics des gouvernements.

La montée en puissance des marchés financiers africains a été favorisée par l'amélioration de la situation macroéconomique de la région, mais aussi par les performances remarquables des marchés d'actions africains pendant cette période. Un des aspects positifs les plus visibles de cette croissance a été la recapitalisation – on l'a vu – du secteur bancaire et du secteur des assurances au Nigéria. D'un autre côté, le secteur a récemment connu des problèmes parce que les banques fraîchement recapitalisées ont commencé à massivement accorder des prêts pour financer l'achat d'actions sur un marché survalorisé. L'effondrement du marché mondial en 2008 a clairement mis un frein à l'effervescence des marchés financiers africains. Le nombre de nouvelles émissions a connu une baisse considérable alors que les indices boursiers locaux s'effondraient. Les investisseurs de portefeuille étrangers se sont détournés des marchés africains ; depuis 2009, ils reviennent prudemment, mais uniquement sur les marchés les plus mûrs et les plus liquides – comme ceux d'Afrique du Sud et d'Égypte. La récente introduction en bourse du groupe CFAO³ à Paris indique cependant qu'il existe un regain d'intérêt pour les actifs africains de qualité.

Capter l'épargne africaine bloquée

La montée en puissance des marchés financiers en Afrique subsaharienne au cours de ces dernières années a révélé l'importance du rôle – souvent sous-estimé – des investisseurs africains. Il existe plusieurs sources de financement pouvant alimenter les bourses africaines, dont certaines ne sont pas pleinement exploitées à ce jour : l'épargne individuelle (les Nigériens les plus riches, par exemple) ; les fonds collectés par les investisseurs institutionnels (sociétés d'assurance et fonds de pension) ; les prêts accordés par des banques à leurs clients afin de les aider à investir sur les marchés.

La recapitalisation du secteur financier au Nigéria en constitue une bonne illustration. En 2004, le gouverneur de la Banque centrale du Nigéria a décidé de faire passer le niveau minimum de capital requis pour les banques agréées à 250 millions de dollars, à compter de décembre 2005. Cette décision a tout d'abord provoqué un certain scepticisme. Mais les observateurs avaient sous-estimé l'importance de l'épargne locale africaine bloquée dans des produits d'investissements peu rentables⁴ du fait du manque d'actifs disponibles sur les mar-

Tableau 1 : niveaux de souscription des récentes introductions en bourse en Afrique

Entreprise	Secteur	Pays	Volume de l'émission (en millions de dollars)	Niveau de souscription
Compagnie Générale Immobilière	Immobilier	Maroc	426	142x
Taalat Moustafa	Immobilier	Égypte	688	41x
Maridive	Pétrolier	Égypte	278	31x
Alliances Développement Immo.	Immobilier	Maroc	275	29x
Delta Holdings	BTP	Maroc	129	22x
GB Auto SAE	Automobile	Égypte	213	7x
Dangote Flour Mills	Alimentaire	Nigéria	146	6x
Kenya Reinsurance	Assurance	Kenya	34	4x
Safaricom	Télécommunications	Kenya	786	4x
AccessKenya	Informatique	Kenya	11	4x
Stanbic Bank	Bancaire	Ouganda	39	3x
Celtel	Télécommunications	Zambie	174	2x
National Microfinance Bank	Bancaire	Tanzanie	53	1x
Dangote Sugar	Alimentaire	Nigéria	404	1x

On comprend donc ici que l'introduction en bourse de Safaricom, par exemple, a été un succès : le niveau de souscription de «4 x» signifie que les souscripteurs ont voulu acquérir quatre fois plus d'actions que le nombre d'actions réellement mises en vente.
Source : Enko Capital research, 2009

chés financiers africains. De 2005 à 2008, la recapitalisation du secteur bancaire a été réalisée avec succès, en combinant des émissions primaires et secondaires, privées et publiques, principalement sur le marché local – qui furent essentiellement souscrites par des institutions locales et des particuliers du pays. De nombreux investisseurs privés nigériens fortunés ont manifestement rapatrié une partie de leurs investissements *offshore* afin de participer à cette recapitalisation.

Le niveau de sursouscription observé lors de récentes introductions en bourse en Afrique (Tableau 1) donne aussi une idée de l'importance de l'épargne africaine disponible pour des actifs financiers de qualité. Hormis l'immobilier et les titres publics (tels que les bons du Trésor), il apparaît que les investisseurs africains ont très peu d'opportunités d'investissement. De plus, les investisseurs institutionnels locaux tels que les sociétés d'assurance et les fonds de pension n'ont généralement pas le droit d'investir en dehors de leur pays d'origine ou de leur zone monétaire. ...

³ La Compagnie Française de l'Afrique Occidentale (CFAO), une filiale du groupe Pinault-Printemps-La Redoute, est le chef de file de la distribution spécialisée en Afrique et dans les collectivités françaises d'Outre-mer.

⁴ Il s'agit, par exemple, des dépôts à vue, des bons du Trésor à court-terme, etc. Ces produits présentent des niveaux de rendement relativement faibles.

La récente montée en puissance des marchés financiers africains

Par Cyril Nkontchou, fondateur et directeur associé, Enko Capital Management LLP

... Par conséquent, une large partie de l'épargne adaptée à l'investissement sur les marchés financiers se trouve «piégée». L'intérêt croissant des épargnants africains pour les actifs financiers locaux a été renforcé par les banques locales (au Nigéria, au Kenya et en Zambie), qui ont consenti des prêts personnels pour investir sur le marché boursier.

Attirer les investissements de portefeuille spécialisés dans les marchés émergents

Avant l'effondrement mondial de 2008, les marchés financiers africains – et en particulier les plus développés – ont connu une croissance constante des investissements de portefeuille spécialisés dans les marchés émergents⁵ (Tableau 2). L'abondance de liquidités au niveau mondial était effectivement en partie à l'origine des flux de capitaux privés arrivant sur le continent, mais les investisseurs étaient également attirés par la bonne performance macroéconomique de l'Afrique subsaharienne, par un environnement politique globalement plus stable et par la perspective de rendements élevés générés par la hausse du prix des matières premières. À l'exception de l'Afrique du Sud, de l'Égypte et – dans une certaine mesure – du Nigéria, les investissements de portefeuille n'ont pas été une source de financement important sur le marché local d'actions. Ces investissements se sont dirigés plus activement dans les obligations d'État – émises par des pays comme le Gabon, le Ghana, les Seychelles.

Collectivement, les marchés d'actions africains représentent 12 % des marchés émergents mondiaux, mais attirent moins de 2 % des investissements de portefeuille. Une telle disproportion est due pour l'essentiel à la liquidité relativement faible des marchés africains et à la difficulté d'accéder à des données et à des analyses financières de qualité sur un grand nombre de sociétés et d'émetteurs africains. En dépit de leur volatilité, les investissements de portefeuille vers les marchés émergents restent une source potentielle de financement encore largement inexploitée sur les marchés naissants en Afrique.

Appuyer le développement des marchés financiers africains

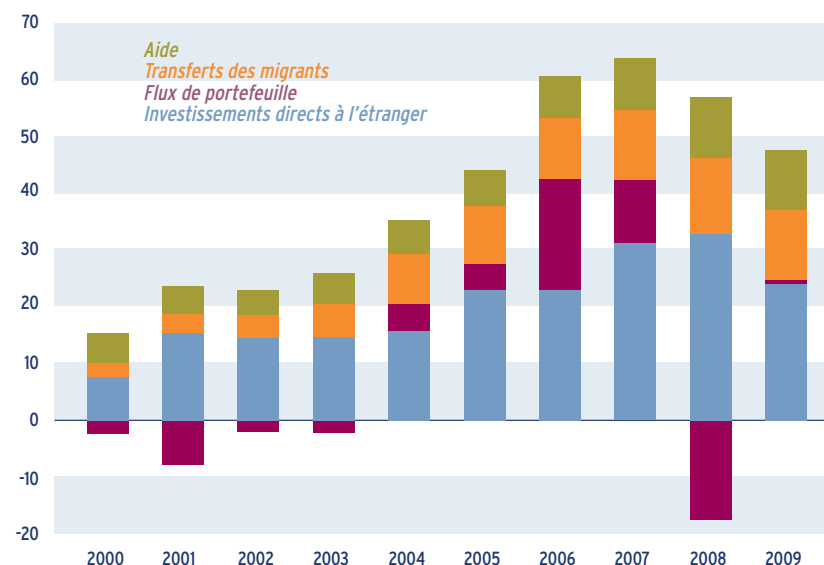
L'importance des marchés financiers en Afrique et leurs effets sont souvent sous-estimés, quand ils ne sont pas tout simplement ignorés. Les marchés financiers africains ne sont pas toujours bien

appréhendés par les gouvernements et les institutions internationales – rendant difficile le développement de politiques appropriées et efficaces. L'absence de données pertinentes et précises et la faiblesse (relative) des acteurs de ces marchés freinent les investissements de portefeuille. Les gouvernements devraient ouvrir la marche en promouvant davantage la vente des actifs d'État par le biais des marchés financiers⁶. Ils devraient aussi émettre de la dette souveraine qui servirait de références aux emprunts du secteur privé et devraient mettre en place des mesures d'incitation fiscale visant à favoriser l'investissement dans les actifs financiers. Les agences de développement pourraient aussi jouer un rôle essentiel en renforçant les capacités des acteurs déjà présents sur ces marchés, et en réalisant davantage d'investissements et de ventes d'actifs, afin d'améliorer la liquidité. Une attitude volontariste est nécessaire en matière de création d'actifs financiers – telles que les actions, les obligations d'entreprise, les structures d'investissement collectif – afin d'offrir une palette d'investissements plus large aux épargnants locaux. ●

⁵ Les investissements de portefeuille vers les marchés émergents font essentiellement référence aux portefeuilles de placement des investisseurs internationaux dans des titres de placement locaux (actions cotées en bourse, emprunts à long terme et à court terme), en opposition aux investissements directs par des investisseurs internationaux dans des actifs locaux (qui sont comptabilisés en tant qu'investissements directs étrangers).

⁶ Voir dans ce numéro de Secteur privé et développement l'article de Laurent Demey, en particulier sur l'utilisation politique des marchés financiers pour promouvoir les programmes de privatisation.

Tableau 2 : flux financiers en Afrique subsaharienne de l'année 2000 au 1^{er} trimestre 2009 (en milliards de dollars)



Les données de 2009 sont basées sur des estimations.
Source : FMI, 2009

L'actionnariat populaire en Afrique – qui aurait pu être un échec au vu de la faiblesse des systèmes financiers – est aujourd'hui une réalité locale. Porté par la volonté politique des États d'associer la population à leurs programmes de privatisation, il a aussi offert au public un accès à des produits d'épargne longue. Laurent Demey, directeur général délégué de Proparco, revient sur ces évolutions. Certaines d'entre elles – comme la promotion de l'épargne salariale – ont été soutenues par Proparco.

L'actionnariat populaire en Afrique, un outil tant politique que financier

Dans le contexte africain, l'actionnariat populaire pouvait paraître voué à l'échec ; il est aujourd'hui un des axes majeurs du développement des marchés financiers africains. Cet actionnariat semble rencontrer une véritable adhésion populaire, en particulier auprès des cadres urbains. Mais son succès doit surtout aux politiques. Ils y ont vu l'instrument nécessaire à la mise en place des privatisations. Favoriser la participation de la population à l'introduction en bourse d'une société permet à la fois d'atteindre des objectifs économiques et politiques – de gagner durablement le soutien populaire tout en développant de nouveaux produits d'épargne.

Par Laurent Demey, directeur général délégué de Proparco

Laurent Demey 
Proparco

Diplômé de l'École Centrale de Paris et titulaire d'un DEA d'économie du développement de l'École Normale Supérieure,

Laurent Demey a occupé différents postes à la Société Générale avant de prendre la direction de la société de bourse du groupe à Abidjan.

Il rejoint Proparco en l'an 2000 ; tout d'abord chargé d'affaires, puis responsable du service Banques et Marchés

Financiers, il met en place en 2004 une agence AFD à Bangkok et un bureau régional Proparco pour l'Asie Orientale. De 2006 à 2008, il est directeur des opérations ;

Laurent Demey est aujourd'hui Directeur général délégué de Proparco.

Aujourd'hui encore, l'Afrique reste pauvre et très peu bancarisée. Le développement d'un actionnariat populaire nécessite l'existence de marchés financiers relativement sophistiqués mais aussi une capacité d'épargne élevée de la part de la population – son implantation peut donc, en Afrique, sembler vouée à l'échec. Cependant, malgré ce contexte difficile, l'actionnariat populaire constitue pour la plupart des gouvernements et des autorités boursières des pays en développement l'un des principaux axes de renforcement de leurs marchés financiers. Il est aussi utilisé comme un véritable outil de communication au service des programmes de privatisation. Si bien peu d'études se sont attachées à étudier l'actionnariat populaire dans ce contexte, il semble pourtant essentiel d'en analyser l'importance. Il s'agit de ne pas négliger, alors, sa dimension politique et de montrer comment – par divers biais – il peut éventuellement favoriser le développement des pays les plus pauvres.

Une réalité africaine bien peu conforme aux *a priori*

L'étude récente conduite par Grout *et alii* (2009) dresse un panorama de l'actionnariat populaire dans les pays développés et en développement. Si les résultats individuels sont très certainement discutables – du fait de l'absence de données fiables dans de nombreux pays – l'analyse d'ensemble est pertinente. Les taux de pénétration des marchés boursiers dans la population sont compris entre 10 et 20 % pour les pays développés, entre 2 et 8 % pour les pays émergents (ou d'Europe orientale) et entre 0 et 3 % pour les pays pauvres. La situation africaine, telle qu'elle apparaît dans cette étude, est dans l'ensemble difficile, mais bien peu conforme aux *a priori* : un pays comme l'Afrique du Sud compte proportionnellement plus d'actionnaires que l'Espagne,

et les chiffres du Ghana (1,5 % de la population) sont tout à fait honorables comparés à ceux de pays à revenus moyens (Tableau 1). Ces chiffres sont d'autant plus intéressants qu'ils s'appliquent à des pays où les écarts de richesse sont très importants et où l'investissement à travers des fonds ou des structures collectives de placement – les principaux vecteurs de l'investissement boursier dans les pays développés – est rendu difficile voire impossible du fait de la faible sophistication des marchés. Les études de corrélation montrent d'ailleurs, de manière assez contre-intuitive, que la plupart des déterminants macroéconomiques influencent peu le succès de l'actionnariat populaire dans un pays : c'est particulièrement le cas pour le coefficient de Gini, notamment, qui mesure les écarts de revenus. Le seul critère influent est le PIB par habitant, porté dans les pays riches par les très forts taux d'actionnariat.

Une vision «obligatoire»

Le phénomène de l'actionnariat populaire en Afrique – bien que d'ampleur encore limitée – est donc une réalité. Cet actionnariat s'est développé dans un environnement difficile : ces places boursières émergentes sont peu liquides et par nature risquées, les taux d'épargne de ces pays sont très faibles¹ – même si l'épargne informelle, difficile à estimer avec précision, est significative. Là encore, malheureusement, il n'existe que très peu d'études sur les comportements des actionnaires individuels africains. Les données issues des expériences de terrain donnent néanmoins quelques indications sur leur identité ; il s'agit principalement de cadres urbains, appartenant à la classe moyenne – voire aisée –, travaillant aussi bien dans le secteur public que dans le privé. Pour la grande majorité d'entre eux, cet investissement est vu comme un placement à long terme, destiné à fournir ...

¹ À titre indicatif, le taux de bancarisation est inférieur à 10 % au Burkina Faso, par exemple.

L'actionnariat populaire en Afrique, un outil tant politique que financier

Par Laurent Demey, directeur général délégué de Proparco

... des revenus réguliers, sous la forme de dividendes, permettant ainsi de constituer un pécule pour la retraite. Cette vision quasi «obligatoire» de l'investissement en actions se reflète dans certaines grandes caractéristiques des bourses africaines : taux de rendement sur dividendes très élevé (trois à quatre fois plus qu'en Europe) et souvent supérieur au marché monétaire, liquidité très faible. Le sentiment qui lie ces actionnaires à l'entreprise est beaucoup plus fort qu'en Europe – comme en témoignent les taux de participation très élevés aux assemblées générales. Cette conception de l'actionnariat, toutefois, a tendance à évoluer depuis quelques années, à la faveur du développement des *margin loans* (prêts permettant l'achat d'actions), proposés massivement au Nigéria. Ce type de financement favorise naturellement des logiques et des comportements «de court terme», et peut créer un risque systémique majeur dans des marchés peu liquides. La crise récente de la bourse au Nigéria, largement causée par les *margin loans*, devrait d'ailleurs conduire les régulateurs à plus de rigueur. Quoi qu'il en soit, d'une manière générale, l'investissement boursier en Afrique reste un produit d'épargne longue attractif et adapté aux caractéristiques du continent, dans un univers financier ne proposant que très peu de choix au petit épargnant.

L'actionnariat populaire au service d'objectifs politiques

Le développement de l'actionnariat populaire africain est essentiellement le résultat de la volonté politique – celle, en particulier, qui a permis la mise en œuvre dans les années 1990 et 2000 de programmes de privatisation inspirés par les grands bailleurs de fonds. À l'image de pays comme la France à la fin des années 1980, de très nombreux gouvernements africains ont ainsi utilisé l'arme boursière pour promouvoir leur programme de privatisation et y associer la population. La Côte d'Ivoire enregistre dans les années 1990 une vingtaine d'opérations de ce type ; le Sénégal, le Kenya, le Nigéria, la Zambie et le Ghana mettent en place des opérations similaires – ce qui explique, pour le Ghana, le taux particulièrement élevé d'actionnaires. Si les montants levés sont modestes – proportionnés à la taille de ces économies –, la cible reste la même : le grand public.

L'introduction en bourse de l'ONATEL² au Burkina Faso au début de l'année 2009 illustre bien les raisons qui poussent les autorités de ces pays à soutenir autant l'actionnariat populaire. L'ONATEL,

entreprise nationale de télécommunications en position de monopole, est partiellement cédée en 2006 à Maroc Telecom (groupe Vivendi) dans le cadre d'une opération de privatisation. Cette société rentable, renommée, fleuron du secteur public, était le candidat idéal pour une introduction en bourse, mais sa cession à un groupe étranger a provoqué un intense débat politique au Burkina Faso. L'opération d'introduction en bourse a donc été envisagée par les autorités autant comme une opération financière (l'État a cédé 20 % de son capital *via* cette méthode) que comme une opération de communication politique et de promotion de l'identité nationale. Elle s'est accompagnée d'une grande campagne audiovisuelle tournée principalement vers le grand public – visant autant à justifier l'opération de privatisation qu'à promouvoir ONATEL – à qui ont été proposés alors des conditions de prix préférentielles («l'ONATEL aux Burkinabès») et un accès prioritaire aux actions.

L'opération, qui visait à lever 29 milliards de francs CFA (44 millions d'euros), pilotée évidemment par la seule société de bourse nationale – la SBIF³ – a été un succès : le taux de souscription a été ...

² L'Office national des télécommunications (ONATEL) est l'opérateur historique dans le secteur des télécoms du Burkina Faso. En 2006, 51 % de son capital sont cédés – à l'issue d'un appel d'offres international – à Maroc Telecom, filiale à 53 % du groupe Vivendi.
³ Société burkinabé d'intermédiation financière.

Tableau 1 : actionnariat populaire par pays

Pays	% population	Nombre d'actionnaires
PAYS DÉVELOPPÉS		
France	14,7	9 000 000
États-Unis	21,2	62 880 000
Espagne	2,2	954 348
EUROPE ORIENTALE		
Pologne	2,7	1 000 000
Hongrie	0,4	40 000
GRANDS ÉMERGENTS		
Chine	5,9	76 700 000
Brésil	1,6	3 100 000
Russie	0,14	204 000
Turquie	5,9	4 300 000
AFRIQUE SUBSAHARIENNE		
Afrique du Sud	2,6	1 200 000
Kenya	0,37	110 000
Zambie	0,25	29 000
Ghana	1,5	345 000

Source : Grout et alii, 2009

L'actionnariat populaire en Afrique, un outil tant politique que financier

Par Laurent Demey, directeur général délégué de Proparco

... de 140 %, et 73 % des fonds levés ont été placés au Burkina Faso auprès de 3300 actionnaires locaux. Ce dernier chiffre peut paraître faible, pour un pays de 14 millions d'habitants ; mais il devient respectable s'il est comparé au nombre de burkinabés titulaires d'un emploi formel – seulement 200 000 personnes qui ont, pour la plupart, un salaire mensuel à peine supérieur au prix d'une action ONATEL (80 euros). L'objectif a donc été parfaitement atteint : l'ONATEL est redevenue, dans l'esprit des Burkinabès, une « société nationale ». Une partie non négligeable des citoyens aisés, désormais actionnaires, se sentira donc associée aux succès de l'entreprise. Aucune action promotionnelle classique n'aurait pu obtenir ce résultat – la force du lien actionnarial (et des dividendes) assurant au message une rare longévité.

La constitution d'une épargne salariale

L'instrument boursier peut aussi favoriser la participation des salariés d'une entreprise à sa privatisation. La SONATEL⁴, au Sénégal, a suivi un chemin très similaire à celui de l'ONATEL – son introduction en bourse en 1999 ayant donné lieu à une plus grande alliance encore entre objectifs économiques (d'épargne, essentiellement) et politico-sociaux. Dans une institution rentable et très syndicalisée telle que la SONATEL, la privatisation ne pouvait être acceptée que si elle s'accompagnait d'une participation active des salariés aux revenus de l'entreprise – participation qui a été mise en place en deux temps. En 1999, l'État – vendeur des titres – a tout d'abord consenti des abattements qui ont permis à 1470 salariés d'acquérir 10 % du capital de l'entreprise, alors valorisé à 32 millions d'euros. Le paiement, étalé dans le temps, a été prélevé sur les dividendes versés. Cette participation représente aujourd'hui près de 90 millions d'euros, soit 40 000 euros par salarié, dans un pays où le PIB par habitant est de 1066 dollars en 2009. Dans un second temps, en outre, la société a cherché à la fois à stabiliser cet actionnariat et à utiliser cette ressource pour régler le problème des retraites – le système public ne laissant qu'un revenu très faible aux retraités. Après un accord avec les syndicats, la quasi-totalité des titres a été basculée en 2004 dans un fonds commun de placement d'entreprise, produit totalement nouveau dans le pays. Ce dispositif assure au salarié, lorsqu'il prend sa retraite,

un pécule lui permettant de compléter ses revenus et d'en conserver ainsi l'intégralité.

Gagner durablement le soutien populaire tout en développant de nouveaux produits d'épargne

Le développement de l'actionnariat populaire peut donc être entièrement justifié par la seule nécessité d'accompagner les privatisations qui se succèdent depuis 20 ans en Afrique. Ces opérations – qui ont très largement bénéficié à des acteurs étrangers et souvent européens – ont souvent été ressenties comme étant imposées par les bailleurs de fonds. De plus, elles se sont parfois accompagnées de restructurations douloureuses. Dès lors, elles ne pouvaient se faire qu'avec l'assentiment et la participation de la population locale et des salariés. Ce soutien populaire était d'autant plus nécessaire que les privatisations ont souvent coïncidé avec un mouvement de démocratisation plus large, qui a contraint les gouvernements à rendre plus fréquemment des comptes aux populations.

L'outil boursier a ainsi permis d'atteindre simultanément plusieurs objectifs, qu'ils soient d'ordre politique ou économique : faire participer la population à des opérations de privatisation pour favoriser son adhésion et garantir une participation capitaliste nationale importante, bien sûr. Mais surtout, assurer un lien durable entre la nouvelle entreprise privée et la population locale, en ciblant la partie de la population la plus susceptible de peser sur les futurs choix politiques – la classe moyenne urbaine émergente, qui porte actuellement le développement du continent. Au-delà de cet aspect politico-social, l'investissement en actions a aussi montré son intérêt en tant que produit d'épargne, dans des pays qui en sont souvent démunis. Le pourcentage finalement significatif de petits porteurs dans ces pays pauvres montre à quel point l'outil boursier est devenu une réalité locale. ●

⁴ Créé en 1985, la Société nationale des télécommunications est historiquement, le premier opérateur de télécommunications au Sénégal.

RÉFÉRENCES

Grout, P., Megginson, W., Zalewska, A., 2009. One Half-Billion Shareholders and Counting: The Cause and Consequences of Rising Equity Ownership, Université de Bath, Royaume-Uni, document de travail, 22nd Australasian Finance and Banking Conference.

Opérant sous le nom de Serena Hotels – qui gère des établissements hôteliers en Afrique et en Asie – le Fonds Aga Khan est l'actionnaire principal de TPS EA. Les activités au Kenya ont débuté dans les années 1970 et la société, alors dénommée TPSL, a été introduite sur la Nairobi Stock Exchange (NSE) en 1997. En 2006, suite à son expansion, la holding TPS EA a été cotée à la NSE. L'auteur explique en quoi l'ouverture du capital à travers une introduction en bourse a été favorable – mais aussi contraignante.

Mahmud Janmohamed
Serena Hotels Africa

Mahmud Janmohamed est directeur général de Serena Hotels Africa, un groupe qui compte 31 établissements situés principalement en Afrique de l'Est, mais aussi au Pakistan et en Afghanistan. Il est également à la tête du Département du tourisme pour le Fonds Aga Khan pour le développement économique (AKFED). Mahmud Janmohamed est par ailleurs impliqué dans de nombreuses organisations professionnelles – dont la Fédération kenyane du tourisme, qu'il a créée. Il a joué un rôle déterminant dans l'admission de Tourism Promotion Services Limited (TPSL, Serena Hotels, Kenya) à la bourse de Nairobi (NSE).

La cotation en Afrique : avantages et inconvénients

La cotation du groupe hôtelier international TPS EA à la Bourse de Nairobi a renforcé sa visibilité et sa notoriété, a favorisé son développement commercial. Par l'ouverture du capital au grand public, elle aura de plus répondu aux objectifs fixés par le principal actionnaire – le Fonds Aga Khan. Mais la cotation ne comporte pas que des avantages. Contrainte d'assurer un niveau élevé et régulier de profitabilité, la société ne peut se permettre de prendre trop de risques. Par ailleurs, les exigences en matière de comptabilité, de reporting et de gouvernance d'entreprise sont nombreuses et coûteuses.

Par Mahmud Janmohamed, directeur général de Serena Hotels Africa

Tourism Promotion Services (TPS) est un groupe hôtelier international qui détient et gère actuellement 31 établissements dans neuf pays¹ d'Afrique et d'Asie sous l'enseigne Serena. Ce succès est principalement dû à son positionnement historique sur le marché du tourisme est-africain. En effet, le groupe, initialement appelé TPS Limited (TPSL)², a démarré ses opérations au Kenya au début des années 1970. Il y a joué un rôle pionnier, en étant le premier acteur d'importance à investir dans l'industrie touristique locale.

Le Fonds Aga Khan pour le développement économique (AKFED) est depuis le début, le principal actionnaire du groupe – détenant initialement 66,7 % des parts de TPLS, et désormais 60,4 % du capital de TPSEA. Le projet initial a été conçu en partenariat avec le gouvernement kenyan, qui a contribué à hauteur de 33,3 % au capital de TPSL par le biais de la Kenya Tourist Development Corporation (KTDC)³.

Le groupe TPSL a initialement réalisé l'investissement et assumé le risque lié au démarrage des activités par le biais de fonds propres et d'emprunts financés par le secteur privé, l'objectif final étant de donner l'opportunité au grand public d'en devenir actionnaire une fois l'activité suffisamment mûre. Cette stratégie a été appliquée dans toute la région est-africaine et a abouti au Kenya à la cotation de TPSL à la Bourse de Nairobi (NSE) en tant qu'entreprise publique, en 1997. Le groupe a alors élargi ses opérations à la Tanzanie et à Zanzibar et, en 2006⁴, a été restructuré sous le nom de TPS EA. Il a été alors coté à la NSE en tant que société publique et TPSL a été retiré de la cotation. Dans la nouvelle architecture, TPS Kenya, TPS Tanzania et TPS Zanzibar

sont des filiales détenues à 100 % par TPS EA. Grâce à son expérience des marchés financiers africains, TPS EA est, à ce jour, capable de dresser une évaluation détaillée de la performance de sa cotation. Tandis que l'admission en bourse lui a apporté de nombreux bénéfices, elle a aussi entraîné quelques inconvénients.

Une marque qui gagne en visibilité

L'admission en bourse a amélioré de façon significative la notoriété de la marque de la société, rendant ainsi le développement de ses activités plus aisé. Grâce au renforcement de son statut, à sa visibilité sur le marché, à une position financière confortée après son lancement sur la NSE, la société s'est développée et la confiance des investisseurs privés a crû. En sensibilisant le public à la cotation, l'exposition sur les marchés locaux et régionaux a augmenté, et la performance commerciale ainsi que la perception publique des produits et des services se sont améliorés. Comme les actionnaires tendent à soutenir les sociétés dont ils détiennent des parts, la capacité commerciale s'en est encore trouvée confortée – en d'autres termes, lorsque les fournisseurs et les clients font partie des propriétaires de la société, les opportunités commerciales se multiplient.

La visibilité renforcée n'a pas seulement permis un développement commercial ; elle a apporté d'autres bénéfices à la société. En tant que leader du marché, la société est bien représentée au sein des instances professionnelles ; avec d'autres acteurs, elle conduit l'analyse du secteur hôtelier et formule ses préoccupations. La reconnaissance de la profession crée un avantage compétitif et renforce la position de la société en tant qu'entreprise citoyenne responsable. Du fait de son prestige et de son image positive, TPS EA attire et fidélise ...

La cotation en Afrique : avantages et inconvénients

Par Mahmud Janmohamed, directeur général de Serena Hotels Africa

... les ressources humaines parmi les plus qualifiées du secteur. De plus, la Direction et le personnel ont conscience que, en tant qu'actionnaires, ils disposent d'une capacité d'influence beaucoup plus importante – ce qui entraîne un engagement et un dévouement accrus de leur part. Enfin, la cotation a eu aussi pour avantage indiscutable une publicité croissante et une meilleure perception du groupe, obtenue par le biais des médias et des analystes.

Un actionariat ouvert au grand public

Fait notable, TPS EA n'est pas entré en bourse pour obtenir les fonds nécessaires à une augmentation de capital. L'objectif ultime de la cotation était plutôt de permettre au grand public de devenir actionnaire. En 1997, TPSL est entrée à la NSE via une offre faite par KTDC dans le cadre du programme de privatisation du gouvernement Kenyan. L'offre proposait au public d'acheter 23,3 % du capital émis de TPSL. Une cotation permet en effet aux petits investisseurs de participer à leur mesure ; elle permet aux investisseurs locaux de partager le succès d'une société, par le biais des dividendes perçus et de la hausse du cours des actions (pouvant générer des plus-values en cas de vente).

En quelques années, les efforts visant à promouvoir la participation du public au sein du groupe ont été considérablement renforcés. Lorsque TPS EA est entrée à la NSE, toutes les sociétés du Fonds Aga Khan ainsi que d'autres actionnaires (tels que la SFI et le CDC Group) ont renoncé à leurs droits de préemption pour permettre à la population kenyane d'acheter des actions. Des citoyens ordinaires font donc désormais partie des principaux actionnaires de TPS EA, possédant 26,87 % du capital.

Le fait d'être cotées permet aux sociétés de collecter des fonds en émettant de nouvelles actions et d'autres types de titres (droits, obligations, etc.) Dans le cas de TPS, les levées de fonds ne faisaient pas partie de l'objectif initial de la cotation, mais

celle-ci a offert à la société d'importantes opportunités de financement. TPS Kenya, une des filiales du groupe, envisage actuellement la possibilité d'émettre des obligations privées à long terme au Kenya pour un montant de 12,8 millions de dollars. L'admission en bourse ne fournit pas seulement des opportunités de collecter des fonds par l'émission d'obligations ou d'actions, elle confère également à une société ayant fait ses preuves la reconnaissance des institutions financières – ce qui peut la favoriser dans l'obtention d'un financement peu coûteux et lui permettre de bénéficier de taux d'intérêt plus compétitifs que ceux accordés à des sociétés non cotées.

Marge de manœuvre réduite et gouvernance d'entreprise plus contraignante

Cependant, bien que l'ouverture de la participation au capital à un public plus large puisse être utile pour qu'une société améliore son accès aux financements, elle peut aussi engendrer des contraintes. Les sociétés cotées en bourse doivent assurer la distribution des dividendes et maintenir une croissance significative des profits année après année – considéré comme le seul «critère de réussite», et cela peut freiner le dynamisme. Les sociétés non cotées disposent, elles, d'une marge de manœuvre plus importante dans la conception de leurs produits et dans leurs investissements de développement ; elles peuvent accepter des profits et des distributions de dividendes temporairement inférieurs en vue d'un objectif plus ambitieux.

Du fait d'une base d'actionnaires plus large, la société fait l'objet d'une pression continue pour se conformer à la législation en matière de gouvernance d'entreprise, aux exigences des différents organismes de réglementation et aux normes les plus exigeantes. Il faut toujours s'améliorer, être totalement et continuellement transparent en matière de politiques pratiquées, de procédures et de normes suivies, de reporting. Les conditions de diffusion d'informations de la NSE et de la ...

¹ Kenya, Tanzanie, Zanzibar, Ouganda, Rwanda, Mozambique, Pakistan, Afghanistan et Tadjikistan.

² Rebaptisée TPS Eastern Africa (TPSEA) au cours des opérations de restructurations, entamées en 2004.

³ À l'époque, TPSL a également obtenu un prêt auprès de la Société financière internationale (SFI) pour construire des lodges et des hôtels.

⁴ La SFI, le CDC Group Plc (anciennement Agence de développement du Commonwealth de la Grande Bretagne) et la Caisse nationale de sécurité sociale de Tanzanie (NSSF) ont participé au financement du projet.

La cotation en Afrique : avantages et inconvénients

Par Mahmud Janmohamed, directeur général de Serena Hotels Africa

... Capital Markets Authority – l'autorité de régulation du marché financier kényan – ont entraîné le développement de «meilleures pratiques» dans le fonctionnement et les activités du Conseil d'administration et de la Direction de TPS. Dans ce contexte, la société a adopté une comptabilité dite de «Triple résultat»⁵, qui a conduit à une révision du cadre du *reporting* pour prendre en compte non seulement ses résultats financiers, mais aussi sa performance environnementale et sociale. Enfin, étant partiellement détenue par le grand public, la société se doit de lui rendre des comptes ; cela alourdit encore ses obligations, notamment en matière de compte rendu sur ses activités et sur l'action de ses dirigeants.

Bien que l'admission en bourse semble à première vue favoriser une meilleure gouvernance d'entreprise, plusieurs inconvénients peuvent en découler. Ainsi, l'obligation de transparence suppose que des informations (en particulier commerciales) importantes et sensibles sont rendues publiques, mises à la disposition de tous – y compris de la concurrence. Le niveau d'exigence plus élevé en matière de *reporting* – conformément aux attentes des régulateurs – est un exercice coûteux. Tous les actionnaires doivent recevoir, par exemple, une copie papier du rapport annuel ; il faut organiser et tenir une assemblée générale an-

nuelle, et il faut s'acquitter de frais annuels pour la tenue de différents registres concernant l'actionnariat et les organes dirigeants.

Quelques défis supplémentaires

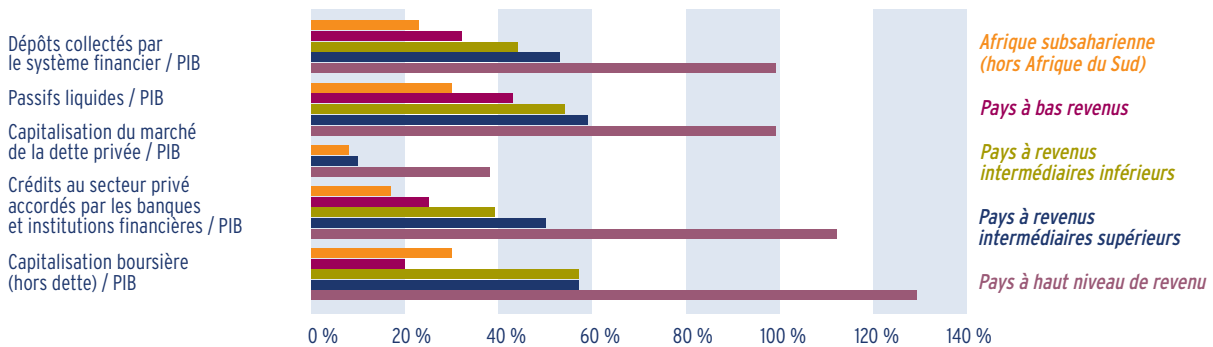
Considérant la philosophie, la stratégie de croissance et de développement à long terme de la société, il était important que la Direction de TPS EA mette en balance les effets positifs et négatifs d'une admission en bourse, à la fois d'un point de vue micro et macroscopique. La décision de coter la société l'a finalement emporté. La cotation a fourni un avantage concurrentiel à TPS EA et répondu aux objectifs fixés par l'AK-FED – les populations locales ont pu partager le succès de la société.

En dépit des nombreux avantages d'une admission en bourse, il est nécessaire de ne pas oublier que cette opération présente aussi des inconvénients. Le faible niveau d'organisation et de régulation des marchés financiers africains doit aussi être pris en compte. Pour une société cotée en bourse, le prix de l'action est affecté par différents facteurs liés au marché lui-même. Comme les bourses des pays en développement sont généralement moins règlementées et organisées que celles des pays développés, les organes dirigeants ne disposent d'aucun mécanisme permettant de contrôler les fluctuations du prix de l'action. La véritable valeur de la société n'est donc pas toujours évidente à estimer – et peut parfois être très mal évaluée, dans un sens comme dans l'autre. ●

⁵ La «Triple Bottom Line» en anglais. Le terme fait allusion à la «Bottom Line», dernière ligne du compte de résultat (soit le résultat net).

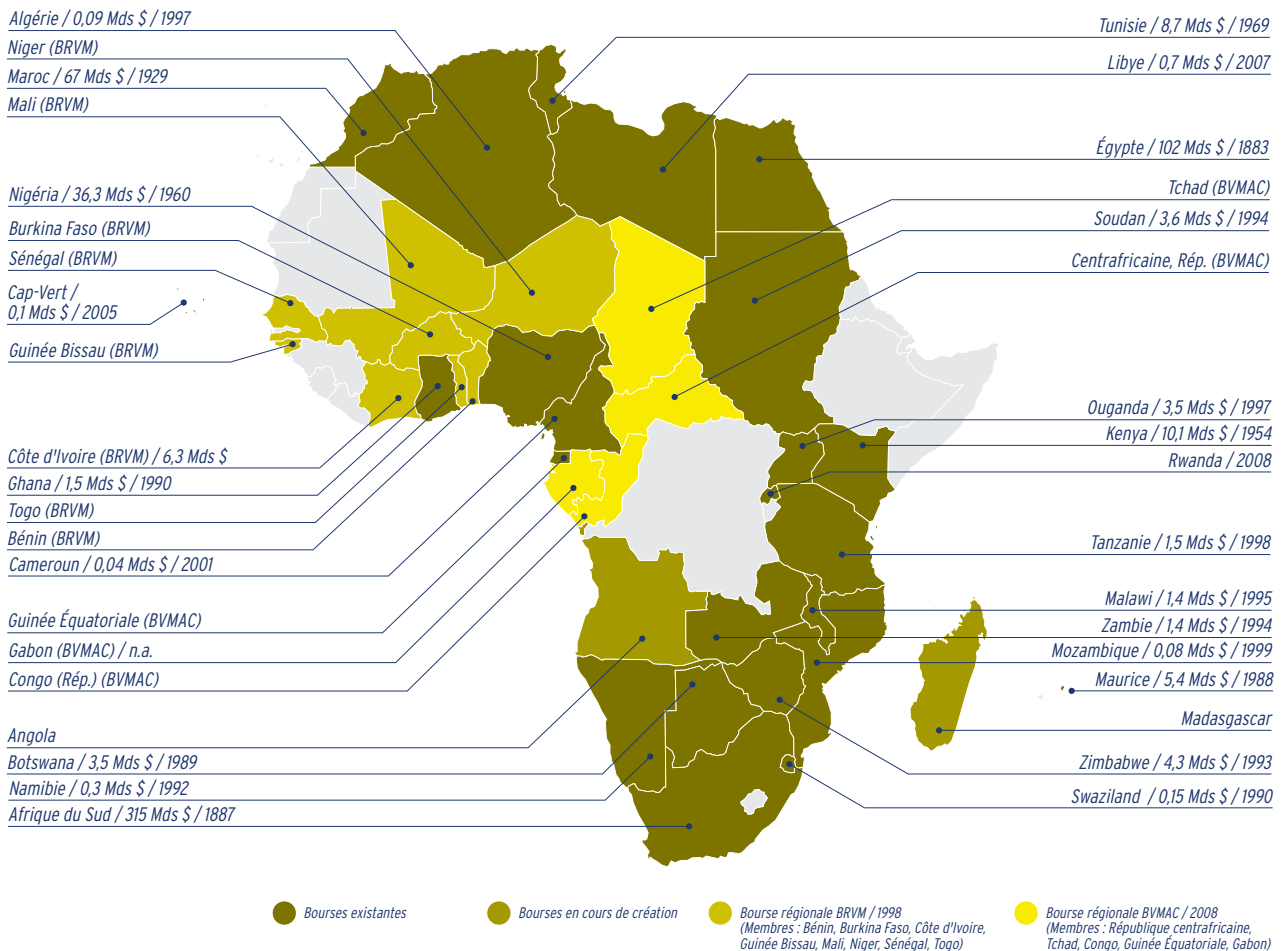
Malgré un secteur financier peu développé en comparaison aux autres continents, l'Afrique subsaharienne affiche des performances boursières encourageantes, tant en nombre qu'en volume d'émissions. Depuis les années 1980, de nombreuses places boursières ont été créées, permettant une couverture à peu près complète du continent. Les disparités, cependant, demeurent. Elles restent fortes entre certains grands marchés – comme l'Afrique du Sud ou, dans une moindre mesure, le Nigéria – et des places boursières plus récentes, plus petites et peu liquides. Ces statistiques offrent un aperçu du développement des marchés financiers africains dont l'essor est étroitement corrélé au développement économique et à la taille des systèmes bancaires locaux.

Pénétration du secteur financier dans les économies par niveau de revenu (valeurs moyennes en 2007)



Source : World Bank Financial Structure Dataset, 2009

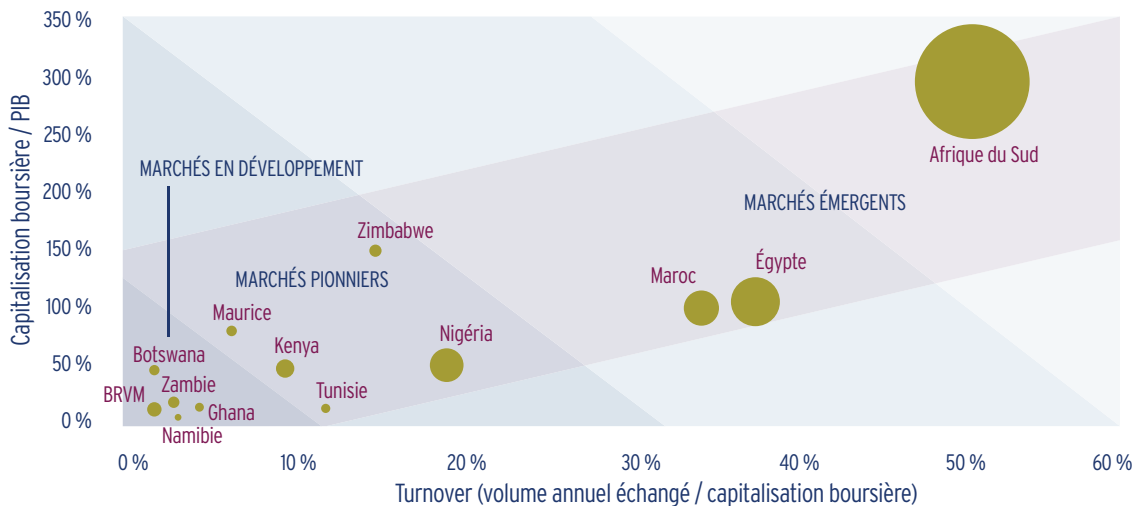
Les bourses africaines et leurs capitalisations en milliards de dollars (hors dette)



Pour chaque pays la date mentionnée est celle de la création de la bourse.

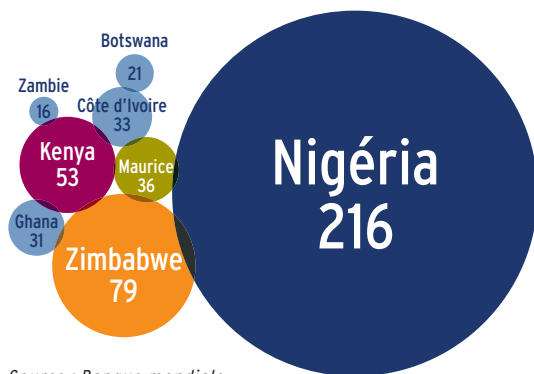
Source : Calculs de la Rédaction d'après les données issues du FMI, National Stock Exchanges, DB research ; Enko capital research

Corrélation entre PIB, capitalisation boursière et turnover sur les bourses africaines en 2007



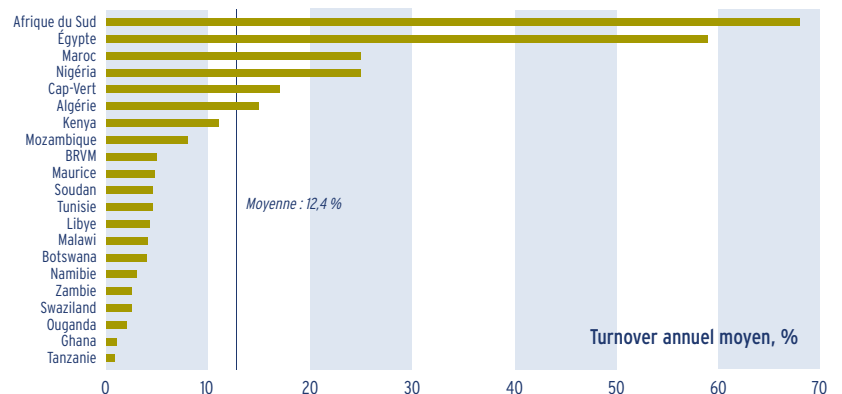
La superficie des disques représente la capitalisation des différentes bourses. Source : S&P, FMI, Union africaine, sites des bourses

Nombre de sociétés domestiques cotées en 2008



Source : Banque mondiale

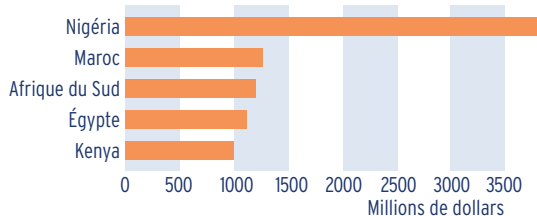
Liquidité des marchés financiers africains en 2008



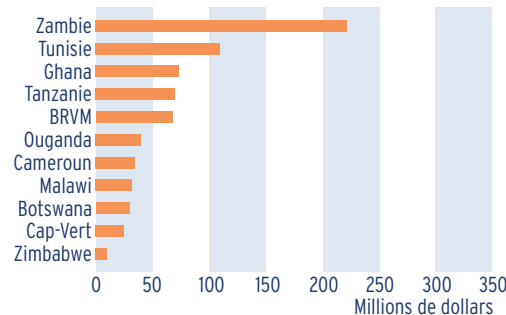
Turnover : volume annuel échangé rapporté à la capitalisation boursière. Les turnovers du Swaziland et de l'Algérie reposent sur des données de 2007. Source : Enko Capital research

Volume total des émissions sur les bourses africaines entre 2007 et septembre 2009

CINQ PRINCIPAUX MARCHÉS

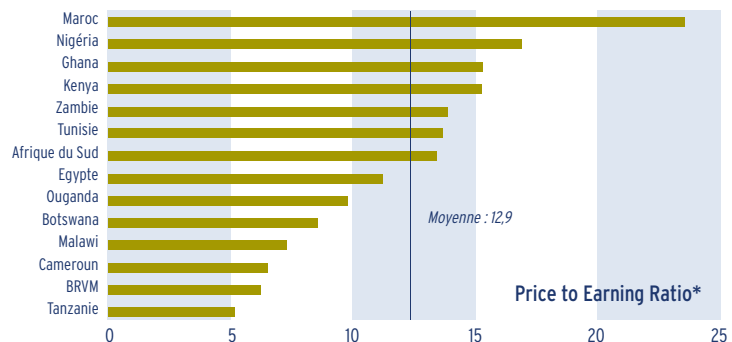


AUTRES MARCHÉS



Source : Enko Capital research

Valorisation moyenne des actions sur différents marchés financiers africains entre 2007 et septembre 2009



*Le P/E de 23,2 au Maroc signifie que les actions s'échangent en moyenne à un prix équivalent à 23,2 fois le résultat net par actions des entreprises concernées. Source : Enko Capital research

Dans les années 1980, la création du groupe Ecobank par la Fédération des Chambres de commerce de l'Afrique de l'Ouest avec le soutien de la Communauté économique des États de l'Afrique de l'Ouest, avait pour objectif la mise en place d'une grande banque privée panafricaine. En 2006, la holding du groupe (ETI) a réalisé la première cotation multiple sur trois bourses de la région. Cette cotation a été bénéfique à la fois pour le groupe et pour les marchés – au-delà des défis qu'il a fallu relever.

Arnold Ekpe 
Ecobank

Arnold Ekpe est diplômé de l'Université de Manchester, en Génie mécanique ; il est par ailleurs diplômé de la Manchester Business School. Directeur général d'Ecobank Transnational Incorporated (ETI) depuis 2005, il a été avant cela le directeur exécutif puis le directeur général de l'United Bank for Africa. En 28 ans de carrière dans la banque, Arnold Ekpe a conduit de nombreuses opérations financières et conclu de nombreux accords commerciaux décisifs – tout particulièrement en Afrique de l'Ouest et en Afrique australe.

La cotation multiple en Afrique : l'expérience réussie d'Ecobank

Ecobank Transnational Incorporated a lancé en 2006 une opération de cotation simultanée sur trois places boursières africaines. Cette introduction particulière a apporté au groupe une souplesse financière accrue, un actionnariat diversifié, populaire et véritablement panafricain, un renforcement de sa notoriété et de sa rigueur financière. Par ailleurs, de telles opérations favorisent l'intégration régionale et améliorent la profondeur et la liquidité des marchés, au bénéfice également des actionnaires. Malgré des contraintes administratives importantes, la cotation multiple devrait ainsi être favorisée en Afrique.

Par Arnold Ekpe, directeur général d'Ecobank

En 1985, à l'initiative du secteur privé – conduit par la Fédération des Chambres de Commerce et d'Industrie de l'Afrique de l'Ouest (FCCIAO), avec l'appui de la Communauté économique des États de l'Afrique de l'Ouest (CEDEAO) – Ecobank Transnational Incorporated (ETI) s'établit au Togo en tant que *holding* financière du futur groupe Ecobank. Elle reçoit alors un double mandat : il s'agit tout d'abord de construire une banque africaine de niveau international ; il s'agit par ailleurs de contribuer à l'intégration économique et au développement des sociétés africaines. Aujourd'hui, le groupe Ecobank mène des opérations dans 29 pays, s'appuie sur un réseau de 800 agences et bureaux, dispose d'une équipe de plus de 11 000 professionnels. ETI génère plus d'un milliard de dollars en chiffre d'affaire brut ; son bilan s'élève à près de neuf milliards de dollars. La performance d'Ecobank – à l'instar de celles d'autres banques sur le continent – confirme l'Afrique comme étant une destination d'investissement tout à fait valable, en dépit des risques perçus.

Créée en tant que société publique à responsabilité limitée, le capital autorisé d'ETI s'élevait alors à 100 millions de dollars. Le capital libéré initial d'un montant de 32 millions de dollars a été levé auprès de plus de 1500 particuliers et institutions d'Afrique de l'Ouest. L'actionnaire le plus important était alors le Fonds CEDEAO, filiale de la CEDEAO spécialisée dans le financement du développement.

En 2006, pour des raisons stratégiques, le groupe Ecobank entreprit la première et seule cotation multiple simultanée de ses actions sur trois places boursières d'Afrique de l'Ouest : la Ghana

Stock Exchange (GSE), la Nigerian Stock Exchange (NSE) et la Bourse régionale des valeurs mobilières (BRVM) pour l'Afrique de l'Ouest francophone.

Une souplesse financière accrue

Il était primordial pour Ecobank – en tant que banque panafricaine – d'avoir accès à des marchés de capitaux en Afrique de l'Ouest. La cotation multiple avait vocation à générer de la flexibilité financière, afin de répondre aux futurs besoins en capitaux du groupe. L'atteinte de cet objectif est parfaitement illustrée par la levée par ETI de plus de 550 millions de dollars sur les trois places boursières africaines, en plein milieu de la crise financière de 2008. Le capital d'ETI est ainsi resté très diversifié ; l'actionnariat se compose à la fois d'institutions, de particuliers et du personnel du groupe. Il n'y a pas d'actionnaire majoritaire. Aujourd'hui, le capital libéré s'élève à 775 millions de dollars, détenu par environ 175 000 actionnaires, dont environ 170 000 particuliers. Géographiquement, l'actionnariat est situé majoritairement sur le continent africain dans son ensemble, et également en Europe. Depuis son introduction en bourse, la performance du titre ETI a été globalement bonne. Mieux, le cours de l'action n'a pas été fortement affecté par la crise, malgré l'effondrement des marchés de capitaux : le cours de l'action ETI s'est maintenu à un bon niveau grâce, principalement, à la solidité financière du groupe (Figures 1 et 2).

Renforcement de la transparence et de la notoriété

Les standards de transparence sur les opérations du groupe ont été revus à la hausse – il était évident que l'introduction en bourse aurait cet effet – voulu par ETI. Bien entendu, le groupe publie ...

La cotation multiple en Afrique : l'expérience réussie d'Ecobank

Par Arnold Ekpe, directeur général d'Ecobank

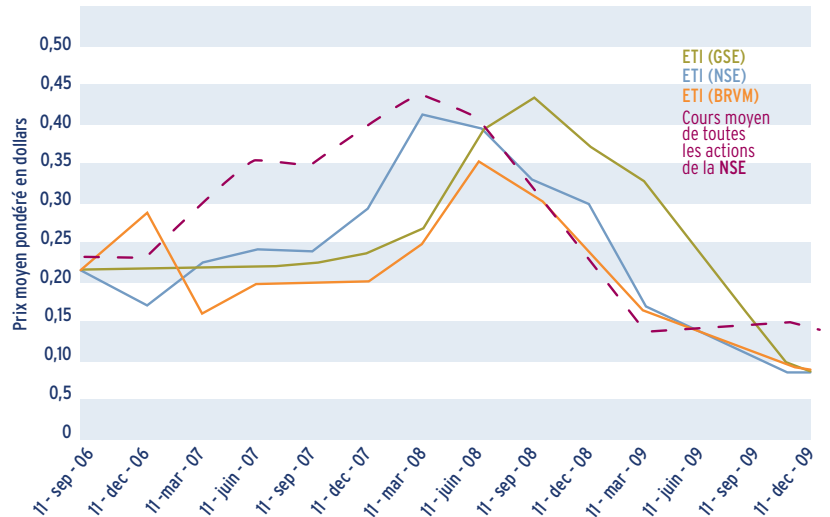
... ses comptes aux normes IFRS¹ ; mais les exigences des différentes places boursières ont conduit Ecobank à fournir encore plus d'informations sur ses opérations et sur ses résultats financiers. Cela a permis à ETI d'atteindre et de maintenir un niveau de discipline et de rigueur financière très élevé.

La notoriété d'Ecobank est forte, partout en Afrique. Cette renommée – très utile au développement des activités – est, de toute évidence, un des effets de la cotation multiple. Les opérations boursières de 2006 et de 2008 ont manifestement contribué au renforcement de la popularité du groupe. Au Ghana par exemple, la croissance de la collecte de dépôts par Ecobank est rapide, les investisseurs privilégiant une banque cotée et à dimension panafricaine. Cette notoriété croissante a aussi facilité l'expansion du groupe, par le biais d'acquisitions. En effet, en raison des niveaux de transparence et de discipline financière requis par la cotation, les banques centrales sont plus enclines à accepter les projets de rachat par des sociétés cotées.

Amélioration de la liquidité des titres

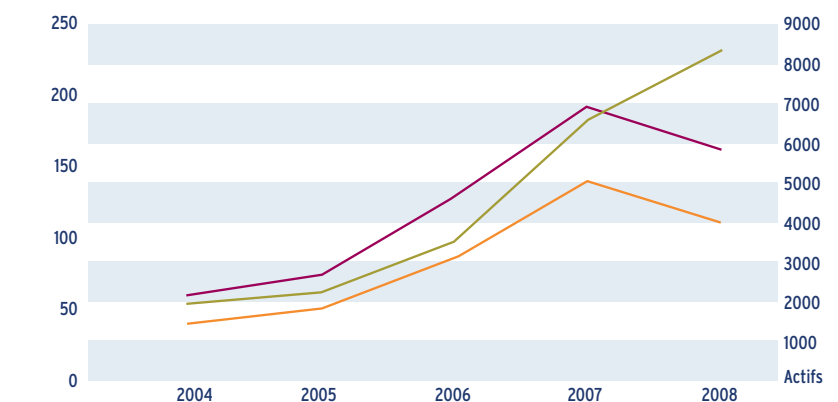
L'amélioration de la liquidité des actions ETI était aussi un des objectifs de la cotation multiple. Les marchés en Afrique de l'Ouest ayant une profondeur et une liquidité limitée, l'introduction d'Ecobank sur un seul de ces marchés aurait inévitablement limité la liquidité des actions. La cotation multiple permet en revanche aux actionnaires de disposer d'une capacité d'échange de leurs actions plus importante. Ce type de cotation permet aussi au groupe d'attirer davantage d'investisseurs, notamment des particuliers ; en effet, le choix proposé par chaque bourse étant plus large, plus d'investisseurs – dont des particuliers – s'intéressent aux produits de ces places boursières. En effet, le titre ETI élargit et donc améliore l'offre de placements sur les bourses locales. En outre, la proximité géographique de chacun des marchés mais également la disponibilité des actions sur trois places boursières simultanément facilitent et rendent attractifs les échanges pour les investisseurs. Par exemple, il aurait été difficile pour des particuliers au Nigéria de vendre des actions ETI si elles avaient été introduites uniquement au Ghana – et *vice-versa*. Ainsi, ETI est maintenant une des actions les plus activement échangées sur la BRVM et sur la Ghana Stock Exchange (Tableau 1) – ce qui a, en retour, amélioré la liquidité de ces places boursières. ...

Figure 1 : évolution du cours de l'action ETI depuis sa cotation



Source : Ecobank Development Corporation/Places boursières, 2009

Figure 2 : évolution des profits et des actifs d'ETI depuis sa cotation (en millions de dollars)



	2004	2005	2006	2007	2008
Résultat net avant impôt	60	74	129	191	162
Résultat net après impôt	40	51	86	139	111
Actifs	1 910	2 199	3 504	6 550	8 306

Source : Ecobank Transnational Inc. Annual Reports, 2009

Tableau 1 : volumes des actions ETI échangés depuis la cotation (en millions de dollars)

	GSE	NSE	BRVM	Total
2006	45,45	204,66	13,63	263,74
2007	320,71	1 245,02	47,03	1 612,76
2008	314,05	891,72	63,42	1 269,18
2009*	6,22	869,88	23,50	899,60

*en date du 23 novembre 2009

Source : Ecobank Development Corporation/Places boursières, 2009

¹ International Financial Reporting Standards.

La cotation multiple en Afrique : l'expérience réussie d'Ecobank

Par Arnold Ekpe, directeur général d'Ecobank

La cotation multiple comme vecteur d'intégration des marchés

... L'approfondissement et l'intégration des économies et des marchés de capitaux dans les pays où le groupe opère fait également partie des objectifs développementaux d'ETI. Cette motivation est toute entière fondée sur la conviction d'Ecobank que le secteur financier joue un rôle central dans le développement économique, tout particulièrement dans le contexte de la mondialisation. Un solide secteur financier peut en effet apporter les ressources nécessaires au développement des autres secteurs de l'économie africaine.

La cotation multiple d'ETI a permis aux investisseurs d'accéder à plusieurs marchés et d'y intervenir en fonction des opportunités. En effet, à l'origine, les actions étaient cotées au même cours, mais, avec le temps, des arbitrages sont devenus possibles du fait des imperfections de marché. Les investisseurs peuvent ainsi suivre la variation des cours des titres sur les différentes bourses et déterminer où les acheter et les vendre pour réaliser des plus-values. Ces opérations contribuent à l'identification de «goulots d'étranglement» rendant difficile l'exécution des transactions boursières transfrontalières et donc à la résolution de certaines inefficiences de marché. La diffusion progressive de l'information sur les différentes places boursières permet également de corriger les imperfections de marché. Au final, l'introduction en bourse d'ETI aura participé au renforcement de l'intégration régionale des marchés et de leur efficacité.

Malgré les défis, une expérience à reproduire

La cotation multiple a des inconvénients. Les coûts d'audit et de conformité sont plus élevés que ceux d'une cotation simple, en particulier du fait de l'accumulation des conditions requises par chaque marché. Les formalités administratives – telle que la mise à disposition du public de tout un ensemble d'informations financières et comptables – ainsi que les exigences liées à la gouvernance d'entreprise sont nombreuses car définies par diverses lois et réglementations. De plus, les coûts de transaction – comme le courtage et les frais d'introduction en bourse – sont également plus importants dans le contexte d'une cotation multiple. Enfin, il faut aussi faire face aux imperfections de marché et aux opportunités d'arbitrage.

Pourtant, il semble évident pour Ecobank que les bénéfices de la cotation multiple contrebalancent les coûts engendrés et les défis à relever : cet engagement précoce sur les marchés de capitaux africains permettra sans doute au groupe de participer et profiter du développement futur de ces pays d'Afrique de l'Ouest. En témoigne d'ailleurs, la réussite de la levée de fonds par ETI de plus de 550 millions de dollars en 2008, malgré la crise financière. Dans la mesure où les défis et les inconvénients de la cotation multiple pourraient dissuader de nombreuses sociétés, des mesures devraient être prises pour réduire son coût, en harmonisant les procédures pour faciliter la cotation dans les différentes places boursières africaines. ●

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.

¹ 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.

² 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 international¹

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 2008², 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 infrastructures³ (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 ...

³ 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)
MOYENNES DES PAYS ÉMERGENTS ET EN DÉVELOPPEMENT PAR RÉGION			
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
MOYENNES PAR NIVEAU DE REVENU DES PAYS			
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
MOYENNE MONDIALE	60,0	71,1	62,3

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.
Total Afrique subsaharienne	961	581,1	424,9	...	89,5
Total Afrique subsaharienne hors Afrique du Sud	536	89,9	23,4	...	24,1
MOYENNES RÉGIONALES					
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
AUTRES MARCHÉS ÉMERGENTS					
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 boursières⁴ 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 jour⁵.

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 multiple⁶, 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 kenyanes 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.

⁴ 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.

⁵ 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.

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

La faible structuration d'ensemble des systèmes financiers est un des principaux obstacles au développement des marchés des capitaux africains. Les bailleurs de fonds peuvent les aider à prendre de l'ampleur ; la SFI – présente depuis des décennies en Afrique – a fait du renforcement des marchés un de ses axes prioritaires. Vice-président de la SFI, Thierry Tanoh explique dans cet article comment les agences de développement pourraient promouvoir encore davantage l'essor des marchés financiers.

Thierry Tanoh 
Société financière
internationale

Thierry Tanoh est vice-président de la Société Financière Internationale (SFI) pour l'Afrique subsaharienne, l'Amérique latine et les Caraïbes, et pour l'Europe de l'Ouest. Diplômé d'un MBA de la Harvard Business School et de l'ESC d'Abidjan, Thierry Tanoh a travaillé à la Commission bancaire de la Banque Centrale des États de l'Afrique de l'Ouest, avant d'entrer à la SFI en 1994. Dix ans plus tard, il devient directeur pour l'Afrique subsaharienne ; à ce titre, il joue un rôle déterminant dans le développement des activités de la SFI dans la région. Basé à Johannesburg, il est devenu vice-président en 2008.

Comment les bailleurs de fonds peuvent-ils soutenir le secteur financier en Afrique ?

Si le secteur financier africain n'a pas été durement affecté par la crise de 2008, cette dernière a néanmoins révélé ses faiblesses structurelles – dont l'étroitesse des marchés et le faible niveau de crédit accordé au secteur privé. Le développement des marchés de capitaux semble donc, dans ce contexte, particulièrement difficile. Mais pas impossible ; les bailleurs de fonds, en coopération étroite avec les autorités locales, peuvent le renforcer par leurs conseils et leur expertise. Au-delà, ils peuvent agir très directement sur l'approfondissement et la liquidité des places financières.

Par Thierry Tanoh, vice-président pour l'Afrique subsaharienne, l'Amérique latine et les Caraïbes, et pour l'Europe de l'Ouest à la Société financière internationale

L'Afrique peut se réjouir : son secteur financier n'a pas été significativement affecté par les premiers effets de la crise financière en 2008 – et cela en dépit de l'importance de la présence étrangère dans le système bancaire en général. Bien qu'il s'agisse d'un élément indéniablement positif, le fait d'échapper à la contagion de la crise des prêts à haut risque venue des États-Unis a aussi mis en relief les faiblesses propres au secteur financier africain, et sa faible intégration au sein du système financier mondial.

Un secteur bancaire aux fondations fragiles

Dans la majorité des pays africains, le secteur financier se résume essentiellement au secteur bancaire ; dans les pays développés, il comprend aussi le marché des actions et des obligations d'entreprise, le marché de l'assurance, etc. Le cas de l'Afrique du Sud faisant figure d'exception en raison de ses marchés financiers bien développés ne sera pas abordé ici.

Les secteurs financiers africains sont de taille réduite, même lorsqu'on les rapporte au PIB des pays subsahariens. En ce qui concerne la capacité de mobilisation des dépôts et l'octroi de crédits au secteur privé, l'Afrique subsaharienne se situe assez loin derrière la moyenne des pays à bas revenus. La faiblesse du crédit accordé au secteur privé (inférieur à 20 % du PIB) est particulièrement préoccupante. La majorité des banques ont plutôt tendance à prêter aux gouvernements par le biais, entre autres, d'achat de bons du Trésor. Les montants des obligations d'État et des prêts accordés aux entreprises publiques sont d'ailleurs beaucoup plus élevés que dans toute autre région (Figure 1).

Par ailleurs, l'accès au financement est limité aussi pour le grand public ; moins de 20 % des Africains

disposent de comptes bancaires, y compris auprès des institutions de microfinance.

Les opérations bancaires en Afrique – bien que limitées – sont néanmoins rentables. Les banques en Afrique tendent aussi à être extrêmement liquides ; elles bénéficient en effet d'une abondance de dépôts, généralement mis en réserves ou investis dans des instruments (souvent gouvernementaux) du marché monétaire à court terme. Il semblerait donc que les banquiers africains soient peu incités à développer les prêts aux entreprises – et particulièrement aux plus petites – ou à améliorer l'accès de la population aux comptes bancaires.

Ces différents facteurs expliquent à quel point il est difficile de développer une infrastructure de marchés de capitaux solide sur la base d'un secteur bancaire aussi faible. D'un autre côté, cela montre également que les marchés de capitaux sont nécessaires pour financer de façon adéquate le secteur privé, pour proposer de nouveaux produits d'épargne à la population et pour que soit utilisée la forte liquidité des banques.

Rôle des bailleurs de fonds

Les bailleurs de fonds peuvent aider de différentes façons les gouvernements africains, les institutions et les marchés financiers à faire tomber ces barrières et à développer des services financiers plus productifs. Leur soutien peut par exemple consister à aider les gouvernements à modifier les politiques et réglementations obsolètes ou inefficaces en la matière. Ils peuvent aussi renforcer les capacités des régulateurs, pour qu'ils mettent en œuvre ces changements et supervisent les institutions financières. Enfin, ils peuvent apporter une aide directe aux institutions privées pour qu'elles améliorent leurs pratiques et leurs modes de gestion. ...

Comment les bailleurs de fonds peuvent-ils soutenir le secteur financier en Afrique ?

Par **Thierry Tanoh**, vice-président pour l'Afrique subsaharienne, l'Amérique latine et les Caraïbes, et pour l'Europe de l'Ouest à la Société financière internationale

... La Banque mondiale et le FMI soutiennent – parallèlement à certains donateurs bilatéraux – activement les autorités financières pour les aider à améliorer la réglementation et le contrôle des institutions financières et des marchés. Le rôle essentiel d'un environnement réglementaire fort – complété par un système de contrôle efficace – a été rappelé par la récente crise financière, qui a mis en évidence les faiblesses en matière de contrôle des institutions financières des pays développés. Une réglementation et une régulation efficaces sont particulièrement importantes pour les marchés de capitaux. En effet, la nature spécialisée des marchés d'actions, d'obligations et des autres marchés de capitaux exige une réglementation et un contrôle pointus, pour garantir leur développement. Les bailleurs de fonds sont bien positionnés pour fournir une assistance technique – fournie par des acteurs non africains – aux régulateurs. Il est en particulier nécessaire d'améliorer l'efficacité et de réduire les coûts des marchés afin qu'ils attirent davantage d'entreprises et encouragent de nouvelles émissions. Une réglementation efficace des marchés de titres et l'application de normes appropriées aux titres émis sont également nécessaires. Les organismes de régulation du marché africain ont besoin d'une assistance régulière au fur et à mesure de leur développement, alors qu'ils se perfectionnent.

Dans le contexte africain, il est également possible d'intégrer davantage les marchés financiers, notamment au niveau régional afin de traiter certains des problèmes liés à la fois à leur taille et à la qualité de la réglementation. Cette intégration a été réalisée avec succès, par exemple, dans la zone CFA¹, en établissant un marché de titres régional. Ce type d'initiatives doit être encouragé. Les bailleurs de fonds peuvent soutenir ces processus, sur les aspects institutionnels et de politiques régionales, en s'appuyant sur leur expérience dans d'autres régions.

Outre la réglementation et le contrôle du secteur financier, d'autres mesures peuvent être appuyées par les agences multilatérales et bilatérales. Depuis la crise financière, la gestion des risques et la gouvernance d'entreprise occupent une place de plus en plus importante dans le dispositif visant à assurer une gestion saine des institutions financières. Les organisations internationales peuvent conseiller les banques pour les aider à mettre en place un système

de gestion des risques plus efficace. Elles peuvent aussi les aider à améliorer leur gouvernance d'entreprise afin de s'assurer que les intérêts de toutes les parties prenantes soient bien pris en compte.

De nouvelles institutions (ou fonctions) financières seraient également utiles pour aider les marchés de capitaux à se développer. Les bailleurs de fonds peuvent contribuer à atténuer les risques liés à leur création, par exemple en devenant actionnaires et en assurant un rôle de conseil tout au long de la phase de mise en place. La SFI a ainsi investi directement dans plusieurs institutions financières clés pour les marchés, telles que les banques d'investissement et les établissements d'escompte.

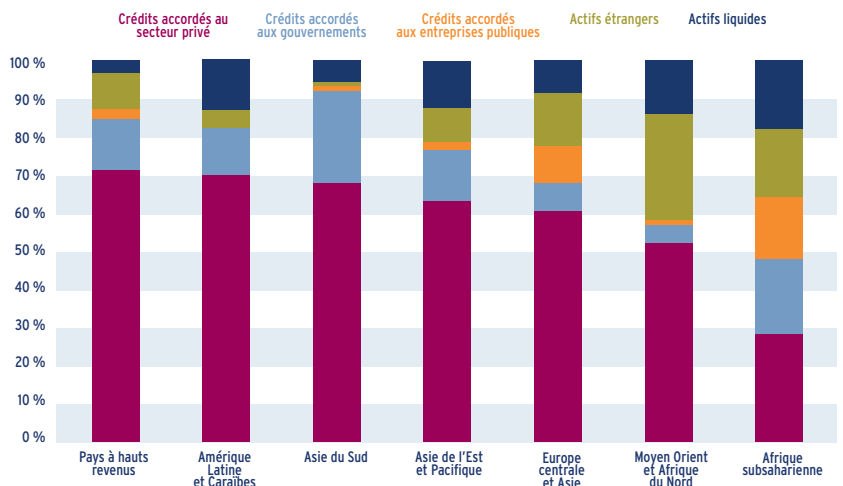
Quelques exemples de soutiens aux marchés financiers africains

La SFI, chargée de soutenir les investissements dans le secteur privé au sein du groupe Banque mondiale, est depuis plusieurs décennies activement engagée dans le soutien du développement des institutions et marchés financiers africains. Les interventions de la SFI se sont récemment concentrées sur l'appui direct des marchés d'obligations et d'actions.

Dans le cadre de ces initiatives, la SFI a lancé en 2006 le programme ESMID (Efficient Securities Market Institutional Development). Ce programme vise à améliorer l'attractivité des marchés de la dette nationaux et régionaux les plus importants. L'objectif consiste à améliorer la ...

¹ CFA : Communauté Financière Africaine.

Figure 1 : composition des actifs bancaires par région



Source : base de données de la Banque mondiale, 2009

Comment les bailleurs de fonds peuvent-ils soutenir le secteur financier en Afrique ?

Par **Thierry Tanoh**, *vice-président pour l'Afrique subsaharienne, l'Amérique latine et les Caraïbes, et pour l'Europe de l'Ouest à la Société financière internationale*

... transparence et la diffusion des informations accompagnant les offres du marché des obligations, à réduire les délais et les coûts – pour promouvoir davantage d'émissions. Le programme se concentre sur les marchés obligataires nigériens et est-africains. La première phase d'identification et de conception des réformes nécessaires est achevée ; pour cela les régulateurs ont pu bénéficier d'une assistance technique. Au Kenya, par exemple, l'autorité de surveillance des marchés financiers (the Capital Markets Authority) a récemment dévoilé les avant-projets de lois et de réglementations qui remanieront les marchés de titres.

Depuis les années 1980, l'appui de la SFI visant à améliorer le fonctionnement des marchés émergents inclut l'émission d'obligations en monnaie nationale. En effet, lorsque les pays ouvrent leurs marchés à des émetteurs internationaux, ils trouvent souvent utile que la première émission soit celle d'une société internationale, afin d'établir une référence, dénuée de risque. De plus, ces émissions aident la SFI à diversifier sa base de financement et à offrir des ressources en monnaie locale de long terme, lui permettant de soutenir des projets d'infrastructure et d'autres projets qui ne sont pas orientés vers l'exportation. En 2007, la SFI est devenue le premier émetteur sur la bourse régionale d'Afrique de l'Ouest (BRVM) avec l'émission de «l'obligation kola» de 22 milliards de francs CFA (soit 40 millions de dollars), remportant le prix du «meilleur *deal* de l'année» pour les marchés émergents. Cette émission a été suivie en 2009 par celle de «l'obligation moabi» en Afrique centrale d'une valeur de 20 milliards de francs CFA – soit 43 millions de dollars. Ces émissions ont donné à ces jeunes marchés plus de profondeur et devraient favoriser un nombre croissant d'émissions.

La SFI peut aussi aider à préparer une offre publique initiale sur les marchés locaux d'actions ; cette aide peut prendre la forme d'un investissement financier au moment de l'offre publique, l'intervention de la SFI rassurant les investisseurs institutionnels et privés sur la qualité de l'émission. Ainsi, la SFI a investi lors de l'offre publique d'ONATEL² – la toute première offre d'origine burkinabé sur la bourse régionale. La SFI peut aussi investir des fonds propres directement dans de grandes entreprises, avec l'intention de soutenir une offre publique à venir – offre à laquelle la SFI peut alors participer en vendant une partie de ses actions. En général, la SFI cherche à se désengager, par exemple par le biais de cotations publiques sur les marchés des titres locaux, de façon à apporter de la profondeur et de la liquidité à ces marchés. L'investissement de la SFI dans une société peut également servir de «garantie» permettant d'ouvrir la voie à une offre publique ultérieure.

Étant donnée leur croissance significative au cours des dernières années, les bourses et les marchés de la dette apparaissent de plus en plus comme des outils puissants permettant aux entreprises de financer leur développement. Malgré les efforts croissants de la SFI sur ces marchés, beaucoup reste à faire pour équiper l'Afrique de marchés financiers efficaces. De ce point de vue, la poursuite d'une coopération financière et technique étroite entre les différents bailleurs bilatéraux et multilatéraux – et avec les autorités locales – semble pertinente. ●

² *Entreprise de télécommunication du Burkina Faso. Voir à ce sujet l'article de Laurent Demey, dans ce numéro de Secteur privé et développement, sur les raisons politiques de l'OPI d'ONATEL en tant qu'entreprise publique.*

Après avoir obtenu son doctorat en Économie à l'Université de Virginie, Thorsten Beck a rejoint le groupe de recherche de la Banque mondiale où il a travaillé sur les stratégies de développement du secteur financier. Aujourd'hui, il enseigne et poursuit ses travaux à l'Université de Tilburg, au sein du département de Sciences économiques. Dans cet article, l'auteur essaie de déterminer s'il est plus pertinent qu'un système financier s'appuie sur les banques ou sur les marchés financiers.

Thorsten Beck 

European Banking Centre

Thorsten Beck est professeur d'économie à l'Université de Tilburg et président de l'European Banking Centre. Avant de rejoindre Tilburg, il a participé au Groupe de recherche sur le développement de la Banque mondiale. Titulaire d'un doctorat de l'Université de Virginie et d'un MA de l'Université de Tübingen, ses recherches portent sur le développement du secteur financier et ses effets sur la croissance économique, ainsi que sur les caractéristiques d'un secteur financier sain et efficace.

¹ Cet article est basé sur Beck (2003). Voir aussi Beck et Levine (2002) et Beck et Levine (2004).

Développement de la finance et croissance économique : banques *versus* marchés financiers ?

Les théories économiques divergent radicalement sur le rôle joué par les banques et les marchés dans le développement d'un secteur financier – ainsi que leur lien avec la croissance économique. Répondre à ces questions est essentiel : il s'agit d'orienter concrètement les politiques économiques. Si des indicateurs permettent de relier la croissance économique au système financier, il n'existe en revanche aucune preuve permettant de soutenir les banques au détriment des marchés – ou inversement. Selon une « logique de services », c'est bien plutôt la complémentarité entre les deux acteurs qui est déterminante.

Par Thorsten Beck, professeur d'économie à l'Université de Tilburg et président de l'European Banking Centre¹

Les historiens et les théoriciens de l'économie ont exprimé des points de vue divergents sur l'importance des intermédiaires financiers et des marchés financiers pour le développement économique. Joseph Schumpeter (1912) estime que ce rôle est décisif, puisque les intermédiaires financiers décident quelles entreprises ont accès à l'épargne de la société. Joan Robinson (1952) à l'inverse, est convaincu que le développement de la finance est plus le résultat de la croissance économique. Lucas (1988) affirme enfin que le rôle de la finance dans le développement économique a été largement surévalué. L'histoire et les théories économiques font aussi état d'avis divergents sur les différents rôles des marchés et des intermédiaires financiers. Certains sont en faveur d'un système dans lequel les intermédiaires fournissent la plupart des services financiers, alors que d'autres insistent sur la supériorité des marchés financiers.

On observe de nombreuses variations, d'un pays à l'autre, quant au développement des marchés et des intermédiaires financiers ; les systèmes financiers, par ailleurs, s'appuient de façon très variable sur ces intermédiaires et ces marchés. Dès lors, le débat théorique et l'observation empirique soulèvent plusieurs interrogations : le développement des intermédiaires et des marchés financiers est-il lié à la croissance économique ? Les marchés et les intermédiaires fournissent-ils les mêmes services financiers, ou des services complémentaires ? Ces questions prennent une importance particulière dans le cadre du débat sur les politiques de développement pour l'Afrique : étant donné les ressources limitées et la capacité de mise en œuvre de

la plupart des pays africains, les politiques soutenant le secteur financier doivent-elles être privilégiées par les réformateurs ? Et si oui, l'accent doit-il être mis sur les banques, ou sur les bourses ?

Le développement de la finance et la croissance économique

Alors que des difficultés importantes dans l'accès à l'information et aux transactions n'incitent pas les épargnants à confier leurs économies à des entreprises, les banques et les marchés peuvent en théorie, aider à surpasser ces difficultés.

Les banques peuvent tout d'abord réduire les coûts liés à l'acquisition et au traitement des informations sur les entreprises et les projets en évaluant les emprunteurs potentiels, permettant ainsi d'augmenter l'épargne et l'accumulation du capital dans l'économie. De plus, en identifiant les projets et les entreprises les plus méritants, les banques encouragent l'innovation et l'allocation efficace des ressources. Les banques peuvent par ailleurs réduire le risque de liquidité en concentrant l'épargne et en investissant à la fois dans des titres financiers à court terme et dans des investissements à long terme. Elles permettent enfin aux investisseurs individuels de partager les risques, les incitant ainsi à s'engager dans des projets plus risqués, au rendement plus élevé.

En raison de leur forte liquidité, les bourses, quant à elles, encouragent les investisseurs à investir dans l'acquisition et le traitement d'informations puisqu'ils sont plus susceptibles de réaliser un profit en intervenant sur le marché. Les bourses peuvent aussi améliorer le contrôle des entreprises et l'allocation des ressources en facilitant les OPA et en ...

Développement de la finance et croissance économique : banques *versus* marchés financiers ?

Par Thorsten Beck, professeur d'économie à l'Université de Tilburg et président de l'European Banking Centre

... rétribuant les dirigeants selon leurs performances. De surcroît, les marchés peuvent réduire le risque de liquidité en permettant aux investisseurs de vendre rapidement sur des marchés plus liquides.

Par conséquent, le développement du secteur bancaire et des bourses devrait contribuer favorablement à la croissance économique. Il s'agit ici de vérifier cette hypothèse, en analysant statistiquement le lien entre le développement des marchés financiers, celui du secteur bancaire et la croissance économique. Un échantillon de 40 pays² est utilisé à cette fin ; les données les concernant sont des valeurs moyennes calculées sur la période de 1975 à 1998. L'analyse retient le «turnover», qui reflète la liquidité du marché, afin d'évaluer le développement des bourses³. Pour estimer le développement du secteur bancaire, on considère «le crédit bancaire», soit le rapport entre les crédits accordés par les banques de dépôt au secteur privé et le PIB. Enfin, les taux de croissance réels du PIB par habitant de 1975 à 1998 évaluent la relation entre les banques, les marchés, et la croissance économique.

La Table 1 présente les régressions par la méthode des moindres carrés du taux de croissance du PIB par habitant sur le crédit bancaire et le *turnover*. Même lorsqu'on inclut d'autres facteurs explicatifs de la croissance économique – tels que l'accumulation du capital humain, la stabilité macroéconomique et l'ouverture aux échanges internationaux – les résultats montrent l'existence d'une relation statistique solide entre les banques, les bourses et la croissance économique.

Ces résultats ont des implications économiques intéressantes illustrées par les exemples suivants. Le taux de croissance annuel moyen du Mexique de 1975-98 aurait été de 1,4 point de pourcentage plus élevé que le taux réel de 1 % si le niveau de développement de son secteur bancaire avait été égal à la moyenne de l'échantillon, soit 44 % au lieu de 13 %. De même, le taux de croissance du Chili aurait été de 1,2 point au dessus du taux réel de 4,2 % si la liquidité des bourses du pays avait été celle de la moyenne de l'échantillon (37 % au lieu du 7 %).

Systèmes financiers fondés plutôt sur les banques ou sur les marchés ?

Après avoir mis en valeur le rôle positif qu'ils jouent dans la croissance économique, il s'agit maintenant de déterminer lequel des deux systèmes – les banques ou les marchés – est le plus efficace pour mobiliser et allouer l'épargne, donc

pour générer de la croissance. Il convient de savoir en effet en quelle mesure la structure financière – l'importance qu'ont les banques et les marchés au sein d'un système financier – influence la croissance économique.

Pour les défenseurs de systèmes financiers fondés sur la banque, les marchés ne protègent pas suffisamment contre les comportements de «passager clandestin». Puisque les marchés matures et liquides donnent accès aux informations à tous les investisseurs, les petits investisseurs ne sont en effet pas incités à investir dans l'acquisition et le traitement des informations. Par ailleurs, les banques exerceraient un meilleur contrôle sur les entreprises que les investisseurs en bourse – puisqu'elles ont accès à davantage d'informations sur ces entreprises. Enfin, elles seraient plus à même d'offrir des possibilités de diversification du risque.

Les partisans des systèmes financiers fondés sur les marchés soulignent, eux, les problèmes d'allocation des ressources liés à la fourniture de services financiers efficaces par les banques puissantes. Ces dernières peuvent notamment tirer profit d'un accès préférentiel à des informations sur les entreprises et les dissuader de mener des projets innovants et rentables. De par cette relation privilégiée, elles ne peuvent pas non plus contrôler efficacement les entreprises ; elles peuvent se laisser influencer par la direction d'une entreprise, s'associant avec elle contre l'intérêt des actionnaires. Enfin, alors que les banques n'ont qu'une offre standard et limitée de produits de couverture, les marchés offrent un ensemble plus varié et plus personnalisé d'instruments de couverture et de diversification du risque.

Comme le raisonnement économique ne permet pas de trancher le débat, il faut donc analyser statistiquement l'importance de la structure financière. Deux indicateurs sont utilisés pour mesurer la structure d'un système financier. Le premier, appelé «activité-structure», mesure l'importance des bourses par rapport aux banques dans le système financier d'un pays. Le second, appelé «restriction», mesure les restrictions réglementaires imposées aux activités bancaires⁴. Pour examiner l'impact du niveau de développement de la finance, un indicateur global – appelé «activité-finance» – prend en compte à la fois le développement des banques et des bourses. La Table 2 présente les résultats des régressions de la croissance économique sur la structure financière. ...

² Comprenant 18 pays développés (Australie, Grèce, Norvège, Belgique, Italie, Portugal, Canada, Japon, Suède, Danemark, États-Unis, Autriche, Finlande, France, Pays-Bas, Allemagne, Nouvelle-Zélande et Grande Bretagne) et 22 pays émergents et en voie de développement (Inde, Pakistan, Israël, Bangladesh, Indonésie, Pérou, Philippines, Brésil, Jamaïque, Afrique du Sud, Colombie, Jordanie, Taiwan, Chili, Corée, Thaïlande, Égypte, Malaisie, Mexique, Uruguay, Venezuela et Zimbabwe).

³ Comme l'ont démontré Levine et Zervos (1998) ainsi que Beck et Levine (2004), c'est la liquidité – non la taille de la bourse – qui est liée à la croissance économique.

⁴ «Restriction» se focalise sur l'environnement politique qui détermine la structure du système financier, en particulier, les activités des banques en relation avec d'autres institutions financières et avec les marchés financiers.

Développement de la finance et croissance économique : banques *versus* marchés financiers ?

Par Thorsten Beck, professeur d'économie à l'Université de Tilburg et président de l'European Banking Centre

⁵ Voir à ce sujet l'article de Scott Standley, publié dans le présent numéro de Secteur privé et développement.

... Ni la variable «activité-structure», ni la variable «restriction» n'affectent significativement la croissance réelle du PIB par habitant. Les résultats, donc, ne donnent l'avantage ni aux banques, ni aux marchés. En revanche, la variable «activité-finance» enregistre des résultats statistiques significatifs pour le développement de la finance. C'est une preuve convaincante que les variations de croissance économique entre pays s'expliquent en partie par les différents niveaux de développement de leurs systèmes financiers.

Les régressions statistiques de la croissance menées pour plusieurs pays montrent l'importance du niveau général de développement de la finance

plutôt que celle de la composition du système financier. Ainsi, cela est cohérent avec l'approche par les services financiers qui met l'accent sur les services fournis, que ce soit par les intermédiaires financiers ou les marchés – plutôt que sur ceux qui les fournissent. Cette approche insiste aussi sur la complémentarité des banques et des marchés financiers. Les bourses bien développées et liquides peuvent, par exemple, compenser les effets négatifs des grandes banques. De surcroît, chacun de ces acteurs financent différents types d'entreprises ; seules les plus grandes et les plus anciennes peuvent recourir aux marchés financiers. Néanmoins, il est possible que la structure d'un système financier s'oriente davantage vers les marchés au fur et à mesure que l'économie se développe⁵.

Table 1 : régressions de la croissance économique sur le crédit bancaire et le turnover

Variables explicatives	(1)	(2)	(3)
Crédit bancaire	1,808 (0,001)		1,185 (0,079)
Turnover		0,96 (0,008)	0,73 (0,068)
R ²	0,518	0,554	0,608
Pays	40	40	40

Certaines variables explicatives ne sont pas incluses dans ce tableau.
P-values entre parenthèses. Plus la p-value, est basse plus le résultat est «significatif».
Source : Beck, 2003

Table 2 : structure financière, développement de la finance et croissance économique

Variables explicatives	(1)	(2)
Activité-structure	-0.234 (0.674)	
Restriction		0.108 (0.201)
Activité-finance	0.923 (0.003)	0.914 (0.003)
R ²	0.581	0.603
Pays	40	35

Certaines variables explicatives ne sont pas incluses dans ce tableau.
P-values entre parenthèses. Plus la p-value est basse, plus le résultat est « significatif ».
Source : Beck, 2003

Toutes ces conclusions ont des conséquences importantes. D'une part, elles ne cautionnent pas une politique qui favorise soit les banques, soit les marchés financiers. La prudence s'impose donc contre toute tentation de faire pencher la balance en faveur des unes ou des autres. De plus, les résultats soulignent l'importance de mettre en place des conditions favorables à la fourniture de services financiers efficaces. Pour les décideurs africains, cela implique de se concentrer sur le cadre réglementaire le permettant – plutôt que de créer des bourses dans un contexte de faible demande. ●

RÉFÉRENCES

- Beck, T., 2003. Stock markets, banks and economic development: theory and evidence, EIB paper 8, 36-54.
Beck, T., Levine, R., 2004. Stock markets, banks, and growth: panel evidence, *Journal of Banking and Finance* 28, 423-42.
Levine, R., Zervos, S., 2004. Stock markets, banks, and economic growth, *American Economic Review* 88, 537-58.
Lucas, R.E. Jr., 1988. On the mechanics of economic development, *Journal of Monetary Economics* 22, 3-42.
Robinson, J., 1952. *The Rate of Interest and Other Essays*, MacMillan, Londres.
Schumpeter, J.A., 1934. *The theory of economic development*, Harvard University Press, Cambridge.

Les enseignements de ce numéro

Par Arthur Foch et Anne-Sophie Kervella

Les systèmes financiers africains en général et le secteur bancaire en particulier – à l'exception de ceux de l'Afrique du Sud – figurent aujourd'hui parmi les moins développés au monde. La valeur des portefeuilles de crédits accordés par les banques et institutions financières aux secteurs privés des pays subsahariens représente par exemple près de 18 % de leurs PIB en 2007, alors qu'elle est de 26 % pour les autres pays à bas revenus, et qu'elle dépasse les 100 % dans les pays développés. Les systèmes financiers d'Afrique subsaharienne sont encore largement dominés par les banques. Or, les secteurs bancaires de cette zone sont globalement de petite taille – faible nombre d'établissements – et leurs taux de pénétration dans l'économie et au sein de la population restent limités. L'accès des entreprises aux services bancaires est difficile, et moins de 20 % des particuliers disposent d'un compte en banque.

Dans ce contexte, les marchés financiers trouvent naturellement leur place dans le système financier, offrant, notamment aux entreprises privées, une alternative intéressante pour lever les fonds nécessaires à la réalisation de leurs projets. Au Ghana, la bourse locale a par exemple permis de financer 12 % de la croissance des actifs des sociétés cotées entre 1995 et 2002. Ces dernières années, le rôle des marchés financiers subsahariens s'est d'ailleurs significativement accru, comme en témoigne l'évolution de leur capitalisation totale hors dette – passée de 300 milliards de dollars en 2003 à 965 milliards de dollars en 2007. Cela est allé de pair avec l'augmentation du nombre de bourses, qui couvrent aujourd'hui la quasi-totalité du continent africain, et du nombre de sociétés qui y sont cotées. En revanche, les marchés de la dette – y compris publique – sont encore embryonnaires. Quoi qu'il en soit, les récentes évolutions des marchés financiers africains sont prometteuses.

De façon surprenante, ces évolutions ne sont pas uniquement le résultat de politiques économiques gouvernementales – cherchant à développer le secteur financier. Elles sont aussi dues à la mise en œuvre de stratégies politiques visant à associer les populations aux programmes de privatisation impulsés dès la fin des années 1980 par les institutions financières internationales (IFI). En effet, l'in-

troduction en bourse de sociétés publiques nationales visait à obtenir l'adhésion et l'implication de la population (traditionnellement hostile aux privatisations bénéficiant essentiellement aux groupes étrangers), en favorisant l'actionnariat africain, ce qui permettait en même temps d'élargir la base des investisseurs. Quatorze places boursières ont ainsi été créées entre 1988 et 1999.

Bien qu'issus d'une volonté politique au départ, les marchés financiers sont vite apparus comme des outils économiques puissants au service des gouvernements, des particuliers et des entreprises. Les exigences de la cotation conduisent à davantage de transparence et de rigueur financière, à une meilleure gouvernance d'entreprise – contribuant ainsi à la structuration du secteur privé. Les sociétés cotées bénéficient d'une notoriété renforcée, au-delà même de la souplesse financière que la bourse leur apporte. Par ailleurs, les gouvernements trouvent dans les ressources en dette qu'ils peuvent lever sur les marchés une alternative pertinente à la réduction des financements concessionnels dont ils disposaient. Enfin, en proposant aux épargnants locaux des produits de placement de meilleure qualité et plus rentables, les marchés financiers mobilisent une épargne africaine abondante mais généralement bloquée dans des placements peu productifs. Pour toutes ces raisons, l'actionnariat populaire en Afrique est aujourd'hui une réalité locale et pourrait se renforcer encore : les épargnants africains conçoivent de plus en plus leurs investissements sur les marchés financiers comme des placements de long terme visant à fournir des revenus réguliers (notamment en prévision de la retraite). En captant l'épargne des particuliers, en améliorant le financement et la structuration des entreprises, les marchés financiers permettent une meilleure allocation des ressources et une plus grande diversification des risques. Ils participent donc activement à la croissance économique ; l'ampleur de ces effets positifs, toutefois, diffère selon leur maturité. De toute évidence, plus la taille des marchés est importante, plus leur liquidité est forte et leurs effets sur la croissance économique significatifs.

Or, les pays africains ne disposent pas, pour la plupart, de marchés matures. Les marchés demeurent de petite taille. En recensant plus d'une centaine de sociétés cotées, des pays comme le Nigéria ...

Les enseignements de ce numéro

Par Arthur Foch et Anne-Sophie Kervella

... ou l'Afrique du Sud font figure d'exception (les bourses africaines n'en comptent généralement pas plus d'une vingtaine en moyenne). En outre, si le volume d'échanges s'élevait en 2008 dans les pays d'Afrique subsaharienne à 581 milliards de dollars, 85 % des ces transactions ont été réalisées en Afrique du Sud. De même, le *turnover* est en moyenne de 7 % pour les pays subsahariens – une fois exclu l'Afrique du Sud (60 %) – alors qu'il est de 50 % dans les pays d'Asie-Pacifique et de 124 % dans ceux de l'OCDE. Cette faible liquidité affecte l'attractivité des marchés africains et limite leur expansion. Par ailleurs, il existe des faiblesses inhérentes au fonctionnement des marchés africains : coût relativement élevé de la cotation (nombreuses contraintes administratives, réglementaires, financières etc.), rareté des placements collectifs, etc. En pratique, seul un petit nombre d'acteurs bénéficie donc des marchés : les salariés des zones urbaines et les entreprises ayant une surface financière significative.

Les gouvernements et les bailleurs de fonds peuvent contribuer à réduire les insuffisances des marchés financiers africains et favoriser leur développement. Des mesures, d'ailleurs, ont déjà été prises. Les gouvernements se sont surtout attachés à augmenter le nombre de bourses existantes et ont favorisé la cotation des entreprises

publiques. Les bailleurs, quant à eux, se sont focalisés sur la régulation des marchés en soutenant la création d'institutions de contrôle et en renforçant leurs capacités. Plusieurs initiatives visent à favoriser l'intégration régionale : la création en Afrique de l'Ouest de la Bourse régionale des valeurs mobilières (BRVM) en 1998 et celle de la Bourse des valeurs mobilières de l'Afrique centrale (BVMAC) en 2008 illustrent bien cette volonté. Malgré des résultats encore éloignés des objectifs de départ, l'intégration régionale permet de remédier efficacement à l'étroitesse des marchés africains.

Cependant, un nombre croissant d'études affirme que le développement des marchés financiers est davantage le résultat de la croissance économique que l'un de ses moteurs. Les marchés financiers ne doivent donc pas être considérés comme une panacée – ils sont plutôt des outils puissants pouvant accompagner la croissance économique. Les travaux récents montrent l'étroite corrélation entre l'ampleur et l'efficacité des marchés financiers et celles du secteur bancaire. Un secteur bancaire bien développé apparaît donc comme une condition préalable à l'émergence et à l'expansion d'un marché financier ; il semble alors utile de favoriser autant que possible leur nécessaire complémentarité. ●

L'abonnement à la version numérique de la revue bimestrielle
Secteur privé et développement est gratuit (www.proparco.fr)

Au sommaire de notre prochain numéro

Comment dynamiser le secteur des énergies propres dans les pays émergents ?

Secteur Privé & Développement est une publication de Proparco, Groupe Agence Française de Développement, Société au Capital de 420 048 000 €, 151, rue Saint Honoré 75 001 Paris, Téléphone : 01 53 44 37 37, Fax : 01 53 44 38 38, Internet : www.proparco.fr • **Directeur de Publication** Luc Rigouzzo • **Rédacteur en Chef** Julien Lefilleur • **Rédacteur en chef adjoint** Véronique Pescatori • **Assistant de rédaction** Arthur Foch • **Comité éditorial** Virginie Bleitrach, Laurent Demey, Charlotte Durand, Raphaël Jozan, Adeline Lemaire, Pierre-Alain Pacaud, Elodie Parent, Véronique Pescatori, Véronique Sauvat, Hélène Templier, Aglaé Touchard • **Numéro coordonné** par Laurent Demey (Proparco) et Anne-Sophie Kervella (Proparco) • **Ont collaboré à ce numéro** Thorsten Beck (Tilburg University) Laurent Demey (Proparco), Arnold Ekpe (Ecobank), Arthur Foch (Proparco), Anne-Sophie Kervella (Proparco), Janmohamed Mahmud (TPS EA), Cyrille Nkontchou (Enko Capital Management LLP), Warren O'Connell, Scott Standley (FMI), Thierry Tanoh (SFI) • **Conception & Réalisation** **noise** 28, rue du Faubourg Poissonnière 75010 Paris, Téléphone : 01 40 34 67 09, www.noise.fr/Édition : Lionel Bluteau, Jeanne-Sophie Camuset/Maquette : Julien Despérière • **Secrétariat de rédaction** (:?!;) DOUBLE P O N C T U A T I O N • ISSN : 2103 3315 • Dépôt légal : 23 Juin 2009 •