



**BCEAO**

BANQUE CENTRALE DES ETATS  
DE L'AFRIQUE DE L'OUEST

**SYMPOSIUM DU CINQUANTIEME  
ANNIVERSAIRE DE LA BCEAO**

**INTEGRATION MONETAIRE ET MUTATIONS DU SYSTEME  
FINANCIER INTERNATIONAL : DEFIS ET PERSPECTIVES**

**VOLUME I - COMMUNICATIONS ET COMMENTAIRES ECRITS**

Novembre 2012





**BCEAO**

BANQUE CENTRALE DES ETATS  
DE L'AFRIQUE DE L'OUEST

# **SYMPOSIUM DU CINQUANTIEME ANNIVERSAIRE DE LA BCEAO**

**INTEGRATION MONETAIRE ET MUTATIONS DU SYSTEME  
FINANCIER INTERNATIONAL : DEFIS ET PERSPECTIVES**

**VOLUME I - COMMUNICATIONS ET COMMENTAIRES ECRITS**

Novembre 2012

© Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest  
Avenue Abdoulaye FADIGA - BP 3108 - Dakar - Sénégal

**N° ISBN : 978-2-916140-16-2**

## SOMMAIRE

<b>AVANT - PROPOS.....</b>	<b>5</b>
<b>CEREMONIE D'OUVERTURE .....</b>	<b>9</b>
<b>ALLOCUTION DE BIENVENUE DE MONSIEUR TIEMOKO MEYLIET KONE, GOUVERNEUR DE LA BCEAO.....</b>	<b>11</b>
<b>ALLOCUTION D'OUVERTURE DE SON EXCELLENCE MONSIEUR MACKY SALL, PRESIDENT DE LA REPUBLIQUE DU SENEGAL .....</b>	<b>15</b>
<b>PRESENTATION DES COMMUNICATIONS ET DES COMMENTAIRES .....</b>	<b>19</b>
<b>MESSAGE VIDEO DE MADAME CHRISTINE LAGARDE, DIRECTRICE GENERALE DU FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL .....</b>	<b>21</b>
<b>SESSION 1</b>	
<b>CONDUITE DE LA POLITIQUE MONETAIRE EN UNION MONETAIRE : DEFIS ET PERSPECTIVES - CAS DE L'UMOA .....</b>	<b>23</b>
COMMUNICATION DE MADAME SYLVIANE GUILLAUMONT-JEANNENEY, PROFESSEUR EMERITE A L'UNIVERSITE D'Auvergne (France), CERDI ET FERDI .....	25
RESUME .....	25
INTRODUCTION .....	27
I - LA POLITIQUE MONETAIRE COMMUNE FACE A L'HETEROGENEITE DES SITUATIONS CONJONCTURELLES DANS L'UNION .....	30
II - LA POLITIQUE MONETAIRE COMMUNE FACE AU RISQUE DE CRISE FINANCIERE ASSOCIEE A UNE CRISE DE LA DETTE SOUVERAINE .....	33
CONCLUSION.....	37
COMMENTAIRES DU PROFESSEUR FULBERT AMOUSSOUGA GERO, UNIVERSITE D'ABOMEY-CALAVI (BENIN) .....	39
COMMENTAIRES DU PROFESSEUR JEAN-PAUL POLLIN, UNIVERSITE D'ORLEANS (FRANCE) .....	43
REFERENCES : .....	48
<b>SESSION 2</b>	
<b>ROLE DES BANQUES CENTRALES DANS LE FINANCEMENT DE L'ECONOMIE : LEÇONS DE L'EXPERIENCE DES PAYS EMERGENTS .....</b>	<b>49</b>
COMMUNICATION DU PROFESSEUR PAUL COLLIER, UNIVERSITE D'OXFORD (ROYAUME-UNI), DIRECTEUR DU CENTRE FOR THE STUDY OF AFRICAN ECONOMIES.....	51
ABSTRACT .....	51
INTRODUCTION : THE NEW OPPORTUNITY .....	53

I - THE ROLE OF THE PUBLIC FINANCIAL SECTOR IN SCALING UP PUBLIC INVESTMENT .....	54
II - THE ROLE OF THE PRIVATE FINANCIAL SECTOR IN SCALING UP PRIVATE INVESTMENT .....	59
III - THE ROLE OF THE PUBLIC FINANCIAL SECTOR IN SCALING UP PRIVATE INVESTMENT .....	61
CONCLUSION.....	62
COMMENTAIRES DE MADAME SARAH O. ALADE, VICE-GOUVERNEUR DE LA BANQUE CENTRALE DU NIGERIA .....	65
COMMENTAIRES DU DOCTEUR LUIZ EDSON FELTRIM, VICE-GOUVERNEUR DE LA BANQUE CENTRALE DU BRESIL.....	69
COMMENTAIRES DE MONSIEUR DEEPAK MOHANTY, DIRECTEUR GENERAL A LA RESERVE BANK OF INDIA.....	71
COMMENTAIRES DU PROFESSEUR ADAMA DIAW, UNIVERSITE GASTON BERGER DE SAINT-LOUIS (SENEGAL) .....	77
REFERENCES .....	81
<b>SESSION 3</b>	
<b>MUTATIONS DU SECTEUR FINANCIER, CROISSANCE ECONOMIQUE ET STABILITE FINANCIERE : QUELLES REPONSES LES BANQUES CENTRALES PEUVENT-ELLES APPORTER ? .....</b>	<b>83</b>
COMMUNICATION DU PROFESSEUR DAVID FIELDING, UNIVERSITE D'OTAGO (NOUVELLE-ZELANDE) .....	85
SUMMARY.....	85
INTRODUCTION .....	87
I - RECENT TRENDS IN FINANCIAL AGGREGATES.....	88
II - VARIATIONS IN BANK ASSET STRUCTURE .....	89
III - IMPLICATIONS FOR PUBLIC POLICY.....	91
FIGURES .....	92
COMMENTAIRES DE MONSIEUR CARLOS COSTA, GOUVERNEUR DE LA BANQUE DU PORTUGAL.....	97
COMMENTAIRES DE MONSIEUR JULES BONDOMBE ASSANGO, VICE-GOUVERNEUR DE LA BANQUE CENTRALE DU CONGO (RD CONGO) .....	103
COMMENTAIRES DU PROFESSEUR IDRISSE M. OUEDRAOGO, UNIVERSITE OUAGA 2.....	105
REFERENCES .....	108
<b>DOCUMENTS ANNEXES : LISTE DES PARTICIPANTS AUX TRAVAUX DU SYMPOSIUM DU CINQUANTENAIRE DE LA BCEAO ET PROGRAMME DE DEROULEMENT DES TRAVAUX .....</b>	<b>109</b>

## **AVANT - PROPOS**



Les travaux du Symposium, organisés à l'occasion de la commémoration du cinquantième anniversaire de la Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest, se sont déroulés les 5 et 6 novembre 2012 à Dakar. D'éminentes personnalités des Etats membres, du milieu académique et de la recherche ainsi que des représentants d'institutions internationales ont pris part à ces assises.

Le thème central du Symposium, intitulé « **Intégration monétaire et mutations du système financier international : défis et perspectives** », est justifié par le contexte actuel caractérisé par de profondes mutations de l'environnement économique international, marqué par l'accélération du phénomène de la mondialisation des économies et des marchés. La globalisation financière constitue l'une des dimensions les plus importantes de ce phénomène. Celle-ci s'est traduite notamment par une intégration croissante des marchés financiers nationaux et l'émergence progressive, à l'échelle de la planète, d'un marché financier de plus en plus unifié. L'intégration financière a été accélérée, au cours de ces dernières années, par la généralisation de la tendance à la dérégulation, l'assouplissement des réglementations des changes, la libéralisation corrélative des mouvements de capitaux et des échanges commerciaux, ainsi que la révolution des technologies de l'information et de la communication.

Les discussions au cours du Symposium ont permis d'échanger sur trois sous-thèmes. Le premier sous-thème, intitulé « **Conduite de la politique monétaire en union monétaire : défis et perspectives - cas de l'UMOA** » a donné l'opportunité de tirer le bilan de cinquante années de conduite de la politique monétaire dans la Zone et d'en dresser les défis et les perspectives face aux mutations de l'environnement mondial.

Le deuxième sous-thème, intitulé « **Rôle des Banques Centrales dans le financement de l'économie : leçons de l'expérience des pays émergents** » a permis de mettre l'accent sur le rôle que devrait jouer la Banque Centrale dans le financement des économies.

Le troisième sous-thème, intitulé « **Mutations du secteur financier, croissance économique et stabilité financière : Quelles réponses les Banques Centrales peuvent-elles apporter ?** » a été l'occasion d'échanger sur les actions que peuvent mener les Banques Centrales pour accompagner les mutations du secteur financier, assurer la stabilité financière et favoriser la croissance économique.

Les Actes du Symposium sont publiés en deux volumes, dont le premier reprend les communications présentées et les commentaires écrits, tandis que le second restitue les interventions orales des participants.



## **CEREMONIE D'OUVERTURE**



**ALLOCUTION DE BIENVENUE DE MONSIEUR TIEMOKO MEYLIET KONE,  
GOUVERNEUR DE LA BCEAO**

*Excellence, Monsieur le Président de la République du Sénégal,*

*Messieurs les Premiers Ministres,*

*Messieurs les Ministres,*

*Messieurs les Présidents des Organes et Institutions de l'UEMOA,*

*Monsieur le Directeur Général Adjoint du Fonds Monétaire International,*

*Mesdames et Messieurs les Gouverneurs de Banques Centrales,*

*Mesdames et Messieurs les Professeurs et Chercheurs,*

*Honorables invités,*

*Mesdames et Messieurs,*

C'est pour moi un insigne honneur et un grand plaisir, en ma qualité de Gouverneur de la Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest, de souhaiter la bienvenue à son Excellence Monsieur Macky SALL, Président de la République du Sénégal, pays hôte du Siègne de la BCEAO, qui a bien voulu accepter de présider cette cérémonie d'ouverture.

Monsieur le Président, votre présence parmi nous ce matin témoigne de votre attachement à l'Union Monétaire Ouest Africaine et à la Banque Centrale. En effet, samedi dernier, vous avez accepté de représenter le Président de la Conférence des Chefs d'Etat et de Gouvernement de l'UEMOA à la cérémonie de lancement du billet de 500 FCFA et aujourd'hui vous présidez la cérémonie d'ouverture du Symposium. Je voudrais, à cet égard, vous exprimer ma profonde gratitude, ainsi que celle de l'ensemble du personnel de la Banque Centrale pour votre sollicitude.

Je voudrais également exprimer ma reconnaissance aux membres des Organes et Institutions de l'Union et de la BCEAO.

A tous, je souhaite la bienvenue au Sénégal, pays de la « téranga ». Je suis très sensible à votre présence à cette manifestation à laquelle vous avez bien voulu assister en dépit de vos multiples engagements et d'un agenda international très chargé.

Excellence, Monsieur le Président de la République,

Environ deux cents personnes venues de l'extérieur ont répondu à notre invitation pour participer à ce Symposium. Dans l'impossibilité de les saluer individuellement en raison du temps qui nous est imparti, je souhaiterais d'abord remercier tout particulièrement ceux que nous appelons affectueusement nos doyens. Ils ont le mérite d'avoir participé à des événements importants qui ont marqué la vie de notre Institution et ils ont bien voulu accepter d'en faire témoignage dans le film documentaire dont nous venons de voir un extrait. Je veux nommer le Général Tiémoko Marc GARANGO, qui a présidé le Comité de Réforme de 1973, le Premier Ministre Edem KODJO et le Secrétaire Général légendaire et infatigable Daniel CABOU.

J'ajouterai à ces remerciements nos devanciers dans le management de la Banque. Malgré les lourdes charges de leurs fonctions actuelles, ils ont accepté d'être présents et de participer activement aux travaux de ce Symposium.

Je voudrais à cet égard saluer avec considération le Premier Ministre Charles Konan BANNY, ancien Gouverneur, ancien Directeur National, ancien Directeur Central des Etudes, ancien Directeur Central des Affaires Administratives et Sociales, ancien Directeur Central des Titres et j'en passe. J'associe à ces remerciements le Premier Ministre Boukary ADJI, ancien Vice-Gouverneur, ancien Directeur National et ancien Conseiller du Gouverneur. Je n'oublie pas le Premier Ministre Younoussi TOURE, ancien Directeur National, ancien Conseiller du Gouverneur et actuel Président de l'Assemblée Nationale du Mali ainsi que tous les autres, présents dans cette salle, que je n'ai pas cité et que je salue. La liste est longue, ils se connaissent et savent tous, la considération que j'ai pour chacun d'eux.

Le Symposium est aussi rehaussé par la participation des principales institutions internationales évoluant dans le champ économique et financier, qui viennent partager avec nous leur expertise reconnue dans la gestion des problèmes économiques et financiers mondiaux. Je voudrais à cette étape faire une mention particulière à Madame Christine LAGARDE, Directrice Générale du Fonds Monétaire International, qui aurait bien voulu participer à nos travaux, mais qui, en raison des réunions du G20, n'a pu faire le déplacement. Elle s'est faite représenter au niveau le plus élevé par le Directeur Général Adjoint, Monsieur Min ZHU, dont je salue la présence dans la salle. Je salue également la présence de la Banque Centrale Européenne, de la Federal Reserve Bank (FED), de la Banque Africaine de Développement et de la Banque Mondiale.

*Excellence, Monsieur le Président de la République,*

*Mesdames et Messieurs,*

Ils sont là, mes collègues Gouverneurs de Banques Centrales. Dans la solidarité qui nous unit, ils ont accepté non seulement de participer mais également de jouer un rôle actif dans la conduite des travaux de cette commémoration. En effet, les dix-neuf (19) Banques Centrales représentées au Symposium viennent d'Afrique, d'Amérique, d'Asie et d'Europe avec une participation appréciable des pays émergents, notamment le Brésil et l'Inde. Je salue particulièrement la présence, dans cette salle, des Gouverneurs Sheku Sambadeen SESAY, Gouverneur de la Banque de Sierra Leone et Président du Conseil des Gouverneurs de la ZMAO, Abdellatif JOUAHRI, Gouverneur de la Banque Al-Maghrib, Lucas ABAGA NCHAMA, Gouverneur de la Banque des Etats de l'Afrique Centrale et Carlos COSTA, Gouverneur de la Banque Centrale du Portugal. Je remercie aussi le Sous-Gouverneur de la Banque de France et les Vice-Gouverneurs de la Banque Centrale de Guinée, de la Banque Centrale du Brésil, de la Banque Centrale du Congo, de la Banque Centrale du Nigéria, de la Banque Centrale des Comores, de la Banque Centrale de Mauritanie et de la Banque Centrale du Ghana, venus représenter leurs institutions.

Je signale également la forte participation d'éminents Universitaires, Professeurs et Chercheurs provenant de l'UEMOA, de l'Afrique Centrale, du Canada, de la France, de la Nouvelle-Zélande et du Royaume-Uni dont nous suivons avec une attention particulière les importants travaux scientifiques sur l'économie, les finances et la monnaie. Parmi eux, une trentaine, ressortissants des pays de l'Union, entretiennent une coopération dynamique avec la Banque Centrale en matière de recherche.

Enfin, je voudrais souhaiter la bienvenue et une fructueuse participation à ce Symposium aux opérateurs économiques représentés par les Présidents des Patronats des Etats membres de l'Union ainsi qu'aux représentants du système bancaire et financier, ces autres créateurs de monnaie que nous surveillons avec la plus grande attention.

Comme le veut la tradition africaine, je voudrais saluer et remercier tous ceux qui, présents dans cette salle, auront eu l'impression d'avoir été oubliés. Je pense aux amis, frères, collègues, tous bienvenus dans cette salle.

*Honorables invités,*

*Mesdames et Messieurs,*

Les réflexions qui seront menées au cours de ces deux jours ne seront pas centrées uniquement sur le bilan de la Banque Centrale. Il s'agira aussi et surtout d'analyser les évolutions de la réflexion économique et financière et les pratiques des banques centrales. Il s'agira également d'examiner les nouveaux défis et les enjeux liés à l'édification et à la consolidation des zones monétaires, à la lumière des dernières évolutions internationales.

Il s'agira, enfin, de tirer les leçons de ces évolutions, en vue d'identifier les mesures susceptibles de renforcer et d'approfondir le processus d'intégration économique et monétaire en général et dans les pays de l'UEMOA en particulier.

C'est justement pour réfléchir à toutes ces questions que nous avons fait le choix d'inviter une large gamme de participants provenant des cinq continents, de pays industrialisés et émergents, ainsi que de pays en développement, en vue de partager les expériences diverses, d'élargir la réflexion prospective et de recueillir les idées novatrices.

Je n'ai aucun doute, au regard de la diversité, de la qualité et de l'expertise des participants, que les échanges qui auront lieu, au cours de ces deux jours, seront riches et fructueux et qu'ils aboutiront à la formulation de recommandations pertinentes.

Pour terminer, je voudrais prier le Tout-Puissant, pour qu'il couvre ce Symposium de sa grâce et que dans la paix, la sérénité et la convivialité, il permette à chacun des participants de tirer le meilleur des échanges qui s'effectueront pendant la durée des travaux, pour le plus grand bénéfice de nos institutions respectives.

Je vous remercie de votre aimable attention.



**ALLOCUTION D'OUVERTURE DE SON EXCELLENCE MONSIEUR MACKY SALL,  
PRESIDENT DE LA REPUBLIQUE DU SENEGAL**

*Monsieur le Président du Conseil des Ministres,*

*Mesdames, Messieurs les Ministres,*

*Monsieur le Président de la Commission de l'UEMOA,*

*Monsieur le Gouverneur de la BCEAO,*

*Mesdames et Messieurs les Gouverneurs de Banques Centrales,*

*Monsieur le Directeur Général Adjoint du FMI,*

*Mesdames et Messieurs les Professeurs,*

*Honorables invités,*

*Mesdames, Messieurs,*

Je voudrais, avant tout propos, souhaiter la bienvenue au Sénégal aux délégations étrangères qui ont bien voulu faire le déplacement pour partager avec nous cet instant historique marquant le cinquantième anniversaire de la Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest.

Je tiens également à remercier le Gouverneur de la BCEAO pour la tenue de cet événement à Dakar, Siège de la Banque Centrale, et pour m'avoir invité à délivrer l'allocution d'ouverture de cette importante rencontre placée sous le signe de la réflexion prospective.

Le thème de ce Symposium « Intégration Monétaire et Mutations du Système Financier International » nous offre l'occasion d'échanger entre Autorités politiques, communauté scientifique et banquiers centraux, sur l'actualité du monde économique et financier ainsi que sur les évolutions intervenues ces dernières années dans le fonctionnement des Unions Monétaires et le métier de banquier central.

Il s'agira à la lumière des différentes expériences, d'en tirer toutes les leçons et d'identifier les voies les plus appropriées pour le renforcement des cadres d'intégration monétaire.

*Honorables invités,*

*Mesdames, Messieurs,*

Il y a cinquante ans, des Etats de l'Afrique de l'Ouest ont décidé d'unir leurs efforts en constituant l'Union Monétaire Ouest Africaine (UMOA) autour de trois principes fondamentaux :

- La gestion en commun de la souveraineté monétaire, avec l'adoption d'une monnaie unique, le Franc CFA, et d'une politique monétaire commune ;
- La solidarité entre les Etats membres, notamment à travers la mise en commun des réserves de change ;
- Et la libre circulation des signes monétaires avec la liberté des transferts entre les Etats de l'Union.

Il me plaît de saluer ici la Vision de nos pères fondateurs et louer les vertus de cette coopération monétaire qui a permis à notre Union de reposer sur un socle fondamental; je veux parler de la préservation et de la crédibilité de notre monnaie le Franc CFA, et ceci, malgré les turbulences qui ont secoué notre environnement interne et international.

Une des forces majeures de notre Union réside dans l'application effective de ce principe de solidarité qui permet d'assister nos Etats membres qui font face à des difficultés passagères ou de hisser ceux qui sont confrontés à des faiblesses structurelles.

Ceci est fondamental pour préserver la cohésion et pour assurer la convergence de nos économies.

*Mesdames, Messieurs,*

En cinquante ans, notre Union Monétaire a mûri et des progrès importants ont été accomplis notamment dans le sens de l'approfondissement de l'intégration monétaire. Je n'en veux pour preuve que le respect des principes qui garantissent le succès d'une Union Monétaire, à savoir l'abandon de la souveraineté monétaire des Etats membres dans la conception et la mise en œuvre de la politique monétaire et de change, l'arrimage à une monnaie forte du CFA et la garantie de sa convertibilité, et enfin l'irréversibilité unilatérale des arrangements monétaires communautaires.

De ce point de vue, on peut affirmer avec force que notre Zone constitue un modèle d'intégration monétaire et de stabilité souvent cité en exemple sur notre continent.

Mais la crédibilité et la pérennité d'une union monétaire ne sauraient se limiter exclusivement à la stabilité monétaire. Elle est aussi tributaire du degré de convergence de ses économies et de la symétrie relative des chocs qui l'affectent.

La création de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine, dont je salue le Président, est venue s'ajouter aux nombreuses initiatives prises dans le domaine de l'intégration économique en vue de renforcer la portée de l'action monétaire et favoriser une meilleure coordination des politiques nationales.

Afin de favoriser l'émergence d'un espace économique viable, les Etats membres de l'Union ont mis en œuvre des politiques économiques axées sur la promotion de la croissance en poursuivant notamment des réformes structurelles visant l'assainissement du cadre macroéconomique, le renforcement de la qualité des institutions et la bonne gouvernance. Ces réformes ont également contribué à consolider les fondements économiques de la monnaie commune.

Evoquant le bilan de la Banque Centrale, je voudrais souligner les nombreuses réformes entreprises au cours des cinquante dernières années, et qui lui ont permis de s'adapter continuellement à son environnement, et d'assurer la stabilité monétaire et financière dans notre Union. Ce résultat appréciable a été obtenu grâce à la rigueur, au dévouement et à la compétence de son personnel, ainsi qu'au leadership des dirigeants qui se sont succédés à sa tête. Aujourd'hui, la BCEAO est reconnue comme une institution moderne, efficace et crédible.

Les récentes crises financières nous ont montré sa capacité à anticiper les changements et à préserver la stabilité de notre Union.

Mieux, elle a su adapter son architecture organique et fonctionnelle aux évolutions majeures, notamment au plan international, des conditions d'exercice des banques centrales.

Dans ce cadre, la réforme institutionnelle entrée en vigueur le 1er avril 2010 renforce l'indépendance des organes de la Banque Centrale dans la formulation de la politique monétaire, ce qui la place au niveau des standards internationaux.

Je voudrais, à cet égard, manifester toute la confiance des Etats de l'Union envers leur Banque Centrale qui les a toujours accompagnés dans la voie du progrès économique et social.

Mesdames et Messieurs,

Vos travaux interviennent au moment où l'économie mondiale traverse des perturbations liées notamment aux évolutions relevées sur les marchés financiers internationaux.

Après avoir accédé avec succès aux initiatives mises en place par la communauté internationale pour réduire leur endettement, nos pays se sont résolument engagés à impulser une croissance économique vigoureuse, durable et inclusive de leurs économies en vue de répondre à la demande sociale de plus en plus forte.

Dans ce vaste chantier, la réalisation d'infrastructures socio-économiques de base, le développement d'une agriculture moderne, l'accès à l'éducation et à la santé des populations, l'emploi des jeunes, le financement d'activités génératrices de revenus aux femmes et l'amélioration de l'offre énergétique constituent des priorités.

Toutefois, ces ambitions restent confrontées à des défis majeurs liés à la question importante du financement de nos économies dans un contexte marqué au plan international par la baisse de l'Aide Publique au Développement, une sélectivité dans l'orientation des investissements directs étrangers et au plan interne par des pressions constantes sur les finances publiques des Etats déjà fragilisées par les chocs exogènes récurrents.

Il s'y ajoute l'application de taux d'intérêt prohibitifs sur le crédit agricole, l'artisanat, l'habitat social et la microfinance.

C'est pour cette raison que je me réjouis qu'un des sous-thèmes qui seront abordés au cours des travaux de ce Symposium porte sur le rôle des Banques Centrales dans le financement de l'économie, en prenant appui notamment sur les expériences enrichissantes des pays émergents.

Sur ce point, notre Banque Centrale a déjà entamé des actions fortes afin de mieux structurer et d'approfondir le marché financier, pour permettre aux agents économiques privés et publics de se financer dans de meilleures conditions. J'ai bon espoir que les leçons qu'elle saura tirer des débats lui permettront d'améliorer l'efficacité des actions en cours.

Honorables invités,

Mesdames et Messieurs,

La crise financière nous a enseigné de douloureuses leçons; il s'agit de reconsidérer notre manière de réguler et de superviser le système.

Les banques centrales, acteurs majeurs de ce système économique et financier mondial, ont un rôle décisif à y jouer.

Au-delà de la gestion et de la régulation de ces crises, elles doivent surtout s'engager dans la prévention de celles-ci.

La BCEAO ne saurait déroger à cette règle et nous sommes rassurés que les réformes d'envergure qu'elle a initiées au cours de ces dernières années pourront renforcer le cadre et l'efficacité de sa politique monétaire dans l'Union.

Il s'agira de renforcer ces acquis par plus de solidarité et de discipline de nos Etats, afin de préserver la stabilité financière et la viabilité de notre Zone.

C'est pourquoi nous suivons avec intérêt les conclusions du troisième sous-thème du Symposium, qui traitera des interrelations entre l'approfondissement financier, la croissance économique et la stabilité financière. Sur ce point également, j'ai bon espoir que la Banque Centrale saura tirer des leçons utiles pour préserver la stabilité du système financier de l'Union, dans un contexte mondial de volatilité de tous les facteurs.

Mesdames, Messieurs,

L'impact de la globalisation et ses défis nécessitent une réponse collective; d'où notre conviction que l'intégration est la meilleure stratégie pour s'insérer harmonieusement dans l'économie mondiale et tirer le meilleur de nos potentialités.

Je voudrais réaffirmer ici l'attachement profond des plus Hautes Autorités à l'édification d'une Union Economique et Monétaire solide.

Vos travaux qui porteront sur l'ensemble de ces points justifient l'importance que nous accordons à ce Symposium et aux résultats qui en seront issus.

Je vous fais une petite piquûre de rappel sur la nécessité de baisser les taux d'intérêt du crédit au moins dans les secteurs de la création d'emplois, de la production agricole et de l'habitat social.

Je tiens à remercier tous les participants, les Gouverneurs de banques centrales, les Responsables d'institutions financières, les Professeurs, avec une mention particulière aux Professeurs de l'Union qui sont fortement représentés.

La diversité des personnalités invitées à cette rencontre nous permettra, à n'en point douter, de tirer des leçons et enseignements utiles pour notre Union monétaire.

Je suis persuadé, tout comme le Gouverneur de la BCEAO, que les résultats de ce Symposium seront à la hauteur de nos attentes, eu égard à l'expertise et à la riche expérience des participants.

Je voudrais terminer mon propos en exprimant mes vœux de plein succès à ce Symposium et en souhaitant à tous les invités, un très bon séjour au pays de la « téréngà ».

Sur ces mots, je déclare ouvert le Symposium sur le thème « Intégration Monétaire et Mutations du Système Financier International : Défis et Perspectives ».

Je vous remercie de votre attention.

**PRESENTATION DES COMMUNICATIONS  
ET DES COMMENTAIRES**



## **MESSAGE VIDEO DE MADAME CHRISTINE LAGARDE, DIRECTRICE GENERALE DU FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL**

Excellences, Mesdames et Messieurs, chers collègues, chers amis, permettez-moi de vous dire d'abord ma joie d'être avec vous, parmi vous, même si malheureusement, c'est par la voie des ondes et par la voie de la technologie, plutôt que physiquement.

J'aurais, vous le savez, aimé être avec vous pour célébrer cet anniversaire. Nous avons ensemble parcouru du chemin, lorsque j'étais Ministre des Finances de la France, et, bien sûr, depuis que je suis Directeur Général du Fonds Monétaire International. C'est donc avec une véritable émotion que je vous rejoins à l'occasion de la célébration de ce 50<sup>e</sup> anniversaire.

Je remercie le Gouverneur KONE d'avoir eu la gentillesse de m'inclure parmi vous et je voudrais utiliser les quelques minutes qui me sont données, d'abord pour vous féliciter tous, vous souhaiter un avenir fructueux dans vos entreprises et pour regarder les bénéfices qu'ont pu apporter la BCEAO et l'UMOA, cette Zone extraordinaire qui est à la fois monétaire, économique, culturelle et linguistique, en même temps que ce qu'elle porte comme défis pour l'avenir.

La Zone a pu apporter une bien meilleure stabilité monétaire, une inflation mesurée, sous contrôle. L'UMOA a pu parfois apporter cet élément de stabilité, un univers pacifié sur le plan monétaire, lorsque certains d'entre vous étaient en situation de crise, notamment de crise politique.

Votre Zone a de grands défis à relever. La BCEAO peut continuer à procurer cet univers plus stable, où l'inflation est plus sous contrôle et où l'ensemble des Etats peuvent rapprocher leurs politiques économiques de manière plus coordonnée.

Bien souvent, certains d'entre vous m'ont demandé quels enseignements tirer de la Zone monétaire européenne. Je vois une grande différence entre l'UMOA et la manière dont l'Union européenne s'est constituée. D'abord parce que vous avez commencé par l'union monétaire et vous développez, au-delà de l'union monétaire, une meilleure coordination des politiques économiques, une meilleure intégration régionale de vos pays. C'est un peu l'inverse qui s'est produit avec l'Union européenne, puisqu'on s'est trouvé d'abord en présence d'une Zone économique, d'un véritable système de libre échange, pour ensuite aboutir à une Union monétaire au sein des dix-sept. Le chemin n'a pas été le même.

A cet égard, les leçons que l'on peut en tirer permettent à l'UMOA et la BCEAO de profiler l'avenir avec les défis qui sont à la mesure de vos talents et de vos qualités pour les relever. Quels défis voyons-nous du point de vue du Fonds Monétaire International ?

Le premier défi n'est pas propre à la Zone, mais il est partagé avec bien d'autres Zones régionales dans le monde. C'est le défi de la croissance et, en particulier, celui de parvenir à développer le potentiel de croissance des pays membres de la Zone, pour mieux répondre aux besoins des populations, aux désirs de la jeunesse des pays membres de la Zone, en particulier, en termes d'emplois, de niveau de vie, de qualité de vie et de qualité d'emploi. La stabilité monétaire et l'inflation maîtrisée sont les fils conducteurs pour cette croissance que nous vous souhaitons au sein de l'UMOA.

Le deuxième grand défi, c'est évidemment le défi qui tient au secteur financier, notamment l'approfondissement du secteur financier, et à la faculté que vous aurez de mieux gérer vos dettes, de mieux approfondir ce marché financier sans lequel, il est difficile de faire tourner de manière harmonieuse à la fois l'économie réelle au niveau du secteur privé et les titres de dette du secteur public.

Dans ces deux domaines, à la fois le potentiel de croissance et l'approfondissement financier, la liquidité et la consolidation du secteur financier, au sein duquel la BCEAO a un rôle très important à jouer, nous voyons des perspectives d'évolution, de changement et d'amélioration de la coordination de vos politiques, à la fois monétaire et économique.

Le Fonds Monétaire International est à vos côtés. Il continuera de fournir l'assistance technique que vous souhaitez, comme par le passé, dans les domaines de l'analyse, de la surveillance macroéconomique et à chaque fois que l'un des Etats membres de la Zone formule une demande d'assistance financière. Vous êtes des Etats membres à part entière et des membres actifs de la communauté internationale. C'est à ce titre que je vous souhaite, à nouveau à tous, un très heureux anniversaire, une belle célébration que vous allez manifester par un enrichissement intellectuel de vos démarches en matière à la fois financière et économique.

Très bon anniversaire !

**SESSION 1**

**CONDUITE DE LA POLITIQUE MONETAIRE  
EN UNION MONETAIRE :**

***DEFIS ET PERSPECTIVES – CAS DE L'UMOA***



## **Résumé**

*La BCEAO a une longue expérience de politique monétaire menée dans le cadre d'une union monétaire. Son bilan est positif, mais elle doit à l'avenir pouvoir faire face aux défis liés à la conjoncture économique européenne et à l'instabilité économique et politique internationale. Elle risque d'être confrontée à deux difficultés majeures, nées, d'une part, du risque d'hétérogénéité croissante des économies de l'Union et, d'autre part, du risque de contagion à l'ensemble de l'Union d'une crise bancaire nationale associée à une crise de la dette souveraine. La communication présente analyse l'origine de ces difficultés et les moyens d'y faire face, à partir d'une comparaison avec la politique de la Banque centrale européenne (BCE) depuis 2008. Trois conclusions s'en dégagent. Lorsque les économies d'une union sont affectées par un choc exogène spécifique qui se traduit par un manque de confiance entre banques, dont il résulte une fragmentation du marché interbancaire ou, plus encore, lorsque survient une crise de la dette souveraine, la Banque centrale peut être tenue à recourir à des instruments quantitatifs et propres à chaque pays afin d'assurer la pérennité de l'union. Cependant, comme le montre là encore l'exemple européen, le risque d'aléa moral de la part des banques ou des gouvernements, qui pourrait résulter d'une anticipation selon laquelle la BCEAO adopterait le même type de comportement que la BCE, doit être combattu par un renforcement de la régulation prudentielle et de la surveillance régionale des banques. De plus, la coordination des politiques, monétaire et budgétaire, est plus que jamais essentielle et devrait se traduire par un plafond d'endettement soutenable communément accepté, ainsi que par la constitution préventive d'un fonds de soutien aux Etats en difficulté.*



## INTRODUCTION<sup>1</sup>

La Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO) a une longue expérience de politique monétaire menée dans le cadre d'une union monétaire, puisqu'elle s'étend sur cinquante ans. Cette expérience est riche d'enseignements comme en témoigne le bilan de son action.

### *Un bilan favorable de la politique monétaire commune*

La BCEAO a su préserver la stabilité monétaire de l'Union. Les pays qui la composent bénéficient ainsi d'une stabilité des prix que de nombreux autres pays africains peuvent envier. Au cours des dix dernières années, la hausse des prix a été en moyenne de 2,8% dans l'UMOA et s'est accompagnée d'une remarquable convergence des taux d'inflation nationaux, dont la fourchette est inférieure à 1%. Certes ce fut le résultat d'un apprentissage<sup>2</sup> : dans les années soixante-dix, l'inflation moyenne, bien qu'inférieure à celle des autres pays africains, fut élevée (supérieure à 10%)<sup>3</sup> ce qui conduisit à une perte de compétitivité de l'Union. Cette inflation fut nourrie par une croissance excessive de la masse monétaire<sup>4</sup> (30% par an en moyenne de 1973 à 1978). Puis la croissance de la masse monétaire s'est fortement ralentie, accompagnant l'ajustement en termes réels des années quatre-vingt, au point qu'elle devient nulle de 1988 à 1993. Passé l'épisode de la dévaluation, la croissance atteint des niveaux plus raisonnables, 7,5% en moyenne par an de 1995 à 2000, puis 11% de 2000 à 2010.

L'efficacité de la politique monétaire commune au cours des deux dernières décennies s'est appuyée sur une réforme progressive des instruments de la politique monétaire, qui a consisté d'abord à renforcer les instruments dirigistes (1989), puis à donner un rôle plus important aux taux d'intérêt, libéralisés et positifs en termes réels, à réformer les interventions de la BCEAO sur le marché interbancaire (1993, 1996), à mettre en place un système de réserves obligatoires et à renoncer aux avances de la Banque Centrale aux Trésors publics. La dernière étape fut la réforme des Statuts de la BCEAO, entrée en vigueur en 2010, destinée à garantir son indépendance vis-à-vis des gouvernements, ainsi qu'à accroître sa crédibilité et, par là même, sa maîtrise de l'inflation<sup>5</sup>.

Par sa politique monétaire, la BCEAO doit naturellement maintenir l'acquis de la stabilité monétaire, puisque c'est l'objectif principal que lui assignent ses Statuts. Mais la Banque Centrale ne peut se désintéresser de la croissance économique de l'Union. Selon l'article 8 de ses nouveaux Statuts, « l'objectif principal de la politique monétaire de la Banque Centrale est d'assurer la stabilité des prix. L'objectif d'inflation est défini par le Comité de Politique Monétaire. Sans préjudice de cet objectif, la Banque Centrale apporte son soutien aux politiques économiques de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA), en vue d'une croissance saine et durable »<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> Ce texte doit beaucoup à l'« Etude sur l'évaluation des gains attendus de l'intégration régionale dans les pays africains de la Zone franc », réalisée par la Fondation pour l'Etude et la Recherche sur le Développement International (Ferdí), à la demande des Ministres de la Zone franc, septembre 2012, disponible sur le site de la Ferdí et de la Banque de France.

<sup>2</sup> Cf. S. Guillaumont Jeanneney « Bilan de l'intégration monétaire dans l'UMOA », Symposium du quarantième anniversaire de l'UMOA, BCEAO, 2002.

<sup>3</sup> P. et S. Guillaumont, Stratégies de développement comparées, Zone franc et hors Zone franc, Economica, Paris, 1988, p. 601.

<sup>4</sup> Monnaie plus quasi-monnaie : monnaie fiduciaire, dépôts à vue, comptes d'épargne et dépôts à terme dans les banques (Source : divers Rapports annuels de la Zone franc).

<sup>5</sup> Depuis la publication des articles alors novateurs de Kydland et Prescott (1977) et Barro et Gordon (1983), une nouvelle théorie (fondée sur l'hypothèse des anticipations rationnelles) a conquis les milieux de la macroéconomie (De Grauwe 1999) : la politique monétaire se heurte au problème de l'incohérence temporelle des décisions et au manque de crédibilité des autorités monétaires.

<sup>6</sup> Cette formulation est très proche de celle des statuts de la Banque Centrale Européenne. L'article 105 du traité de Maastricht (repris dans l'article 2 du Protocole sur les statuts du Système européen de banques centrales (SEBC) et de la Banque Centrale Européenne) prescrit que « l'objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix. Sans préjudice de l'objectif

La mesure de la croissance est un exercice incertain. Depuis 1994, il apparaît que la croissance annuelle du produit par tête de l'UEMOA (en monnaie locale constante) a été de l'ordre d'un point de pourcentage<sup>7</sup>. Même si cette croissance est supérieure à celle des deux décennies précédentes, elle s'inscrit dans un contexte où la croissance dans le reste de l'Afrique s'accélère et elle demeure inférieure à la croissance des économies africaines les plus dynamiques. L'objectif est bien aujourd'hui d'accélérer la croissance de l'UEMOA. Si, à court terme, il peut exister un arbitrage entre une politique expansionniste et la maîtrise de l'inflation, en longue période la stabilité monétaire est par elle-même favorable à la croissance économique<sup>8</sup> et à la paix sociale. Cependant, comme l'a amplement montré la théorie des unions monétaires optimales, une difficulté importante de la politique monétaire commune réside dans l'asymétrie des chocs exogènes qui frappent périodiquement les pays de l'Union. Les pays de l'UEMOA se caractérisent en effet par une instabilité et une dispersion des taux de croissance des pays membres de l'Union, lesquels se reflètent dans une hétérogénéité de leur situation monétaire<sup>9</sup>. On peut craindre que l'intensité des chocs subis par les Etats de l'UEMOA soit amplifiée en raison de l'instabilité présente de la conjoncture économique mondiale.

### **Les nouveaux défis de l'UEMOA**

La crise financière et économique qui frappe les Etats-Unis et l'Europe est le premier de ces défis. Certes, l'occurrence de crises financières n'est pas chose nouvelle, mais ce n'est plus l'apanage des pays en développement. La crise bancaire européenne ne semble pas s'être transmise aux banques de l'UEMOA, même pour les filiales africaines des banques étrangères. Les banques de l'UEMOA possèdent très peu d'actifs émis par des banques étrangères. L'UEMOA possède en effet de solides atouts en son régime des changes. Le contrôle des mouvements de capitaux vis-à-vis de l'extérieur et la fixité de son taux de change assortie de la garantie de convertibilité du franc CFA par le compte d'opérations protègent l'UEMOA d'un retrait massif de capitaux et d'une crise de change, comme en ont connu au cours des trente dernières années maints pays en développement.

En revanche, la situation économique des pays de l'UEMOA est fortement liée à la conjoncture économique européenne du fait du rattachement du franc CFA à l'Euro, de l'importance de leurs échanges commerciaux avec l'Europe, ainsi que de l'aide internationale et des transferts privés (notamment des migrants) qui proviennent de manière majoritaire de ce continent. La réduction ou la stagnation de la demande en Europe risque de freiner les exportations des pays de l'UEMOA, notamment ceux dont le secteur industriel est le plus développé (Sénégal et Côte d'Ivoire) tandis que les entrées de capitaux sous leurs différentes formes risquent de diminuer. De plus, le ralentissement de la croissance touche maintenant de grandes économies émergentes, notamment la Chine. Dès lors, celles-ci sont à la recherche de nouveaux marchés et leurs exportations

---

de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux politiques économiques générales dans la Communauté, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de la Communauté...».

<sup>7</sup> Si on calcule ce taux à partir des années extrêmes, mais seulement d'un demi-point si on le calcule par ajustement temporel. Données Banque mondiale, World Development Indicators.

<sup>8</sup> Pattillo, Tsangarides et Van Den Boogaerde (« Growth and Convergence in the CFA Franc Zone » Chapitre 11, in A Gulde et C. Tsangarides, 2008, *The CFA Franc Zone, Common Currency, Uncommon Challenge*, International Monetary Fund, Washington, DC) ont montré sur un échantillon de pays africains durant la période 1960-2000 que l'inflation exerce un impact négatif de croissance ; leur analyse économétrique suggère de plus qu'un faible niveau d'inflation exercerait un effet sur la croissance plus favorable dans les deux unions (particulièrement en UEMOA) que dans les autres pays africains. Cette spécificité s'explique sans doute par la confiance des agents économiques dans la pérennité de cette stabilité.

<sup>9</sup> L'écart-type des taux de croissance annuels des PIB des pays de l'UEMOA est en moyenne sur la période 1965-2004 de 5,3% (Cf Tapsoba S. J.-A., 2009, *Intégration monétaire africaine et changements structurels, commerce, partage des risques et coordination budgétaire*, Thèse de doctorat soutenue à l'Université d'Auvergne le 3 mars 2009, p.40.

de produits manufacturés viennent concurrencer de plus en plus vivement les biens produits localement dans l'UEMOA<sup>10</sup>.

Un second défi résulte de l'instabilité économique mondiale qui amplifie la traditionnelle instabilité des prix internationaux des produits primaires, lesquels constituent encore la majeure part des exportations de l'Union. Ainsi la vulnérabilité des pays de l'UEMOA à d'importants chocs exogènes demeure et pourrait même s'amplifier. Un autre aspect de l'environnement international est la tendance de long terme à la hausse du prix des produits alimentaires : les pays sahéliens restent sujets à des crises alimentaires dont le risque est accru par la croissance démographique sans précédent des pays de l'Union. Ainsi, se justifie un développement de la production agricole plus rapide que par le passé, soutenu par la croissance des crédits bancaires à l'agriculture.

Enfin, certains Etats de l'Union ont connu et connaissent encore des crises politiques, certaines d'origine interne, d'autres liées au terrorisme international, qui fragilisent leurs économies et inévitablement perturbent le fonctionnement de leur système bancaire.

### ***L'autorité monétaire confrontée à deux risques majeurs***

Il nous semble que dans ce contexte international l'autorité monétaire risque d'être confrontée à deux difficultés principales, que nous analysons dans la suite de cette communication. La première difficulté tient à l'hétérogénéité des situations macroéconomiques des pays qui composent l'Union, due aux chocs idiosyncratiques qui les affectent et qui pourraient s'amplifier dans l'avenir, comme nous venons de le suggérer. La fragmentation du marché interbancaire de l'Union réduit l'efficacité de la politique monétaire commune et fait obstacle au « partage des risques » résultant des fluctuations économiques et monétaires spécifiques à chaque pays.

Si cette première difficulté de la politique monétaire commune peut être identifiée comme résultant d'une insuffisante intégration financière, la seconde difficulté provient à l'inverse des progrès de l'intégration financière qui résulte du rôle croissant du marché financier régional des titres publics. On sait en effet que toute intégration financière, dans un cadre régional ou international, est porteuse de risques de contagion des crises bancaires entre pays. Il est sans doute important d'analyser si la BCEAO risque d'être confrontée à une crise bancaire régionale, susceptible d'être associée à un endettement excessif des Etats.

En ce qui concerne ces deux difficultés, l'expérience récente de la Banque Centrale Européenne (BCE) pourrait être riche d'enseignements pour la BCEAO. La Banque Centrale Européenne a dû faire face à des conjonctures sensiblement différentes entre les pays du Nord et du Sud de l'Europe, porteuses du risque de désintégration de l'Union monétaire européenne. Elle a été confrontée à la contagion des crises bancaires d'un pays à l'autre, crise exacerbée à partir de 2010 par une crise de la dette souveraine de plusieurs Etats européens. Elle a dû en conséquence modifier ses instruments d'intervention et élargir ses missions.

---

<sup>10</sup> La concurrence des produits manufacturés chinois est avivée par la dépréciation réelle du renminbi à l'égard du franc CFA.

## I - LA POLITIQUE MONETAIRE COMMUNE FACE A L'HETEROGENEITE DES SITUATIONS CONJONCTURELLES DANS L'UNION

Depuis les réformes de 1993 et 1996, les instruments de politique monétaire de la BCEAO sont semblables à ceux des banques centrales des pays industrialisés. La BCEAO exerce une action indirecte sur le crédit bancaire, à travers le prix de la liquidité bancaire. Son principal instrument est constitué par ses interventions sur le marché interbancaire, dont le cadre de deux taux d'intérêt directeurs : le taux de soumission minimal des appels d'offre et le taux du guichet de prêt marginal. Le taux des appels d'offres est déterminé par une procédure d'adjudication régionale à taux multiples, dont la fréquence est hebdomadaire. Un taux minimal de soumission aux appels d'offres est fixé à 100 points de base en dessous du taux du guichet de prêt marginal. Ce dernier est un taux fixe appliqué au guichet permanent de refinancement, susceptible d'être utilisé à l'initiative des établissements de crédit, pour des durées variant entre 1 et 7 jours. De plus, depuis 2007, la BCEAO intervient à l'open-market par le biais d'injections hebdomadaires de liquidité en vue de piloter les taux sur le marché interbancaire. Depuis le second semestre 2009 la BCEAO procède aussi à des adjudications illimitées à échéance d'un mois et à taux fixe<sup>11</sup>. Le réglage de la liquidité par les interventions sur le marché interbancaire est complété par un système de réserves obligatoires, dont le taux est uniforme dans les différents pays depuis 2010.

### *La BCEAO face à la fragmentation du marché interbancaire*

Dans sa gestion monétaire, la BCEAO est confrontée à la faible intégration du marché interbancaire<sup>12</sup>. Les flux échangés, bien qu'en augmentation ces dernières années, restent faibles<sup>13</sup> et les flux régionaux sont majoritairement des flux intra-groupes. Les écarts de taux entre transactions restent élevés (sur les prêts à 1 jour, on peut observer des taux compris entre 3,25% et 5,70% pour une même semaine) et le taux moyen pondéré est lui-même instable. Les banques sur-liquides, préfèrent constituer des réserves excédentaires auprès de la Banque Centrale plutôt que de prêter aux banques qui peinent à respecter les réserves obligatoires (encore sept banques en juillet 2012)<sup>14</sup>.

Cette situation s'explique par une certaine défiance des banques les unes vis-à-vis des autres. La sécurité des transactions interbancaires est mal assurée, la plupart des opérations s'effectuant en blanc, compte tenu de la disponibilité insuffisante des titres éligibles en garantie<sup>15</sup>. Or le souvenir des crises et restructurations bancaires à la fin des années quatre-vingt est encore vif, ravivé par les problèmes de liquidité des banques ivoiriennes lors de la crise post-électorale en Côte d'Ivoire. Ces crises bancaires ont pourtant conduit en 1990 les responsables politiques à doter l'Union monétaire d'une Commission bancaire régionale, dont les pouvoirs ont été renforcés en 2007<sup>16</sup>.

<sup>11</sup> Cf. Rapport annuel de la Zone franc 2011, p.76.

<sup>12</sup> Cf. Sy A., N., R., 2006, "Financial Integration in the West African Economic and Monetary Union", IMF Working paper, WP/06/214., et IMF « WEAMU : Staff Report on Common Policies for Member Countries », IMF Country Report 12/59, 2012.

<sup>13</sup> Le montant total de liquidités échangées est passé de 1.063 milliards de francs CFA en 2006 à 2.332 milliards en 2010, ce qui représente 10 et 15% de l'actif bancaire total, cf. Etude sur l'évaluation des gains attendus de l'intégration régionale dans les pays africains de la Zone franc, opus cité, p.90.

<sup>14</sup> BCEAO, Rapport sur la politique monétaire dans l'UEMOA, Septembre 2012, p. 24.

<sup>15</sup> D'où mise en place récente d'un système de pension livrée, IMF 2012, op. cité, p.13.

<sup>16</sup> Les pouvoirs se rapportent notamment à l'agrément et au retrait d'agrément des établissements de crédit, au contrôle des établissements de crédit et des systèmes financiers décentralisés, aux mesures administratives et sanctions disciplinaires à l'encontre des établissements assujettis ou des dirigeants responsables, à la nomination d'administrateur provisoire ou de liquidateur d'établissement de crédit.

Ses pouvoirs sont réels puisque l'agrément d'un établissement de crédit sur le territoire d'un Etat membre de l'UMOA est prononcé par arrêté du Ministre chargé des Finances, mais après avis conforme de la Commission Bancaire régionale. La Commission peut demander à la Banque Centrale d'opérer des contrôles de la situation des banques et dispose d'une panoplie variée et graduelle de sanctions en cas d'infractions à la réglementation bancaire. Toutefois, il semble que ses moyens d'investigation aient besoin d'être renforcés<sup>17</sup>. La solidité des banques semble globalement bonne sur la base des tests de résistance opérés par le FMI,<sup>18</sup> mais toutes ne respectent pas le nouveau seuil de capital, les créances douteuses sont élevées, comme la concentration des risques.

La mauvaise transmission des taux directeurs de la Banque Centrale aux conditions de banque est dans ces conditions probable, bien qu'elle ne puisse pas, en l'état des données, être statistiquement démontrée. En tout cas les taux débiteurs des banques apparaissent différents d'un pays à l'autre, même si l'on observe une certaine convergence. La fourchette des taux entre pays est ainsi passée de 6-12% en 2006 à 7-11% en 2010. On constate aussi une convergence des ratios des crédits bancaires au secteur privé en pourcentage du PIB, mais ceux-ci se situaient encore en 2009 dans une fourchette de 10-21%<sup>19</sup>.

En résumé, un marché interbancaire plus actif donnerait plus de signification aux taux directeurs de la Banque Centrale. Il réduirait le besoin d'injections de liquidité de la BCEAO, en permettant un meilleur partage des liquidités bancaires entre pays de l'Union soumis à des conjonctures différentes. Depuis 2008, la Banque Centrale Européenne s'est heurtée à des difficultés analogues, liées à la fragmentation du marché monétaire. Comment a-t-elle réagi ?

### ***La réaction de la BCE à l'hétérogénéité des situations bancaires nationales***

Il est frappant de constater que la Banque Centrale Européenne (BCE), qui, jusqu'en 2008, utilisait les mêmes instruments d'intervention monétaire que la BCEAO, a dû les adapter à la nouvelle situation financière de la Zone euro. Après la faillite de la banque Lehman Brothers, « le principal symptôme de la crise a été le rétrécissement des volumes échangés sur le marché interbancaire, la défiance limitant fortement les transactions interbancaires pour les établissements jugés fragiles. Peu confiants, les établissements disposant d'un surplus de liquidité ont préféré laisser cet excédent à la facilité de dépôt de la banque centrale plutôt que de le recycler sur le marché monétaire, même si cela représentait un manque à gagner »<sup>20</sup>. Le mauvais fonctionnement du marché interbancaire entravant la bonne transmission de la politique monétaire par les canaux habituels, la BCE a dû abandonner le système d'enchères à taux variables d'une quantité limitée au profit d'un système d'enchères à taux fixe d'une quantité illimitée et a dû élargir l'éventail des garanties éligibles aux opérations de refinancement. Puis l'Eurosystème a innové en intervenant directement sur le marché des « covered bonds » (obligations sécurisées) émises par les banques.

L'exemple de l'Union monétaire européenne montre qu'en présence d'un marché bancaire fractionné et de positions de liquidité différentes des banques, il peut être justi-

<sup>17</sup> FMI, « WAEMU : Staff report on Common Policies for Members countries » Country Report, 12/59, 2012.

<sup>18</sup> Idem.

<sup>19</sup> Banque mondiale, Financial structure data set, 2009.

<sup>20</sup> Banque de France, « La crise de la dette souveraine », Documents et débats, mai 2012, n°4, p.63.

fié d'utiliser des instruments monétaires différenciables par pays. Cela pourrait être une différenciation des taux de réserves obligatoires (peut-être unifiés prématurément dans l'UMOA en décembre 2010), bien que cet instrument soit mal adapté à un réglage fin de la liquidité bancaire. En revanche il est possible de recourir à des enchères à taux fixe et quantité illimitée, comme le fait déjà la BCEAO depuis 2009, mais pour des échéances courtes (1 mois), et à des opérations d'achat de titres en direction des banques ayant des problèmes de liquidité. En UMOA, la différenciation de la politique monétaire par pays pourrait s'appuyer sur la programmation monétaire par pays.

Le traitement de situations conjoncturelles différentes ne saurait évidemment reposer uniquement sur la politique monétaire, puisque celle-ci doit conserver une certaine uniformité qui est le principe même d'une union monétaire. Le renforcement de l'intégration régionale devrait progressivement contribuer à amortir l'effet de ces chocs idiosyncratiques et permettre un plus grand partage des risques, grâce à une mobilité plus grande des biens, des personnes et des capitaux dans l'espace régional<sup>21</sup>. Surtout, comme l'a montré l'expérience européenne, le rôle des Etats et de leur politique budgétaire demeurera central. En Europe, à l'automne 2008, ce sont les Etats qui ont soutenu leurs banques en difficulté et tenté de relancer leurs économies respectives par une politique budgétaire expansive.

### ***L'importance de la politique budgétaire en présence d'hétérogénéité des situations nationales***

L'efficacité de la politique monétaire commune dépend d'une bonne combinaison de la politique monétaire avec les politiques budgétaires nationales. Lorsque les Etats d'une union sont soumis à des chocs spécifiques, économiques voire politiques, il convient que la politique budgétaire nationale puisse exercer un rôle contra-cyclique ou que le budget communautaire puisse venir en aide aux pays en récession, afin d'assurer un certain partage des risques correspondant au principe de solidarité constitutif de la volonté d'intégration régionale.

Il existe dans l'UEMOA une surveillance multilatérale des politiques budgétaires dont on ne saurait donc contester le bien-fondé ; mais le principe retenu par le Pacte de convergence, de stabilité, de croissance et de solidarité adopté en 1999 par le Conseil des Ministres de l'Union est celui d'un équilibre permanent des finances publiques (hors dépenses financées par l'extérieur), ce qui ne favorise pas une politique budgétaire contra-cyclique<sup>22</sup>. D'autre part le niveau des ressources de la Commission ne lui permet pas d'exercer une action contra-cyclique significative. C'est pourquoi une définition d'un solde budgétaire structurel pouvant servir de référence à la surveillance multilatérale serait souhaitable, ainsi que l'extension des ressources de la Commission de l'UEMOA, lui permettant de soutenir la demande dans les Etats en récession.

La question de la coordination des politiques monétaire et budgétaire est une question encore plus fondamentale face au risque d'une crise financière de large ampleur associée à une crise de la dette souveraine.

---

<sup>21</sup> Cf. Etude sur l'évaluation des gains attendus de l'intégration régionale dans les pays africains de la Zone franc, 2012, opus cité p. 239-241.

<sup>22</sup> Guillaumont Jeanneney S. et S. J-A. Tapsoba, 2011, « Procyclicité de la politique budgétaire et surveillance multilatérale dans l'Union Economique et Monétaire Ouest-Africaine », *African Development Review*, 23(2), p.172-189.

## **II - LA POLITIQUE MONETAIRE COMMUNE FACE AU RISQUE DE CRISE FINANCIERE ASSOCIEE A UNE CRISE DE LA DETTE SOUVERAINE**

L'intégration financière de l'UEMOA s'est accélérée au cours des dernières années; elle se manifeste principalement dans l'intensité des paiements entre pays et dans le développement rapide du marché régional des titres publics. Elle reste cependant encore bien inférieure à l'intégration financière européenne. On doit se réjouir des progrès de l'intégration financière, qui devrait permettre des économies d'échelle dans la fourniture des services financiers et une réduction de leurs coûts, ce qui favorisera le développement financier et partant la croissance économique. Par rapport à la moyenne des autres économies africaines, le développement financier de l'UEMOA marque un certain retard qui handicape son développement économique. Le ratio de la masse monétaire par rapport au PIB de l'UEMOA a cru rapidement entre 2000 et 2010 puisqu'il est passé de 20% à 35%; cependant il reste inférieur à la moyenne africaine (38%).

Mais une intégration financière plus poussée n'est pas elle-même sans dangers, comme en témoigne la situation européenne. En Europe la crise bancaire, née dans certains pays d'un excès des crédits au secteur privé, notamment des crédits immobiliers, a été exacerbée par celle de la dette souveraine, due aux politiques de relance en 2008-2010 (succédant dans certains pays à plusieurs années de laxisme budgétaire), accompagnées parfois d'un coût budgétaire élevé du soutien public aux banques en difficulté, ainsi qu'à l'absence de reprise durable de l'activité économique. La crise bancaire s'est rapidement diffusée dans l'ensemble de l'Union en raison de l'imbrication des banques européennes.

Il ne semble pas que dans un avenir proche, l'UEMOA puisse connaître une grave crise bancaire née d'un excès des crédits à l'économie. En revanche, la BCEAO pourrait être confrontée comme la BCE à une crise de la dette souveraine. Pourquoi ce risque ? Et quels enseignements peut-on tirer de la politique de la BCE soumise aux mêmes limites que la BCEAO quant au financement monétaire des déficits publics ?

### ***Le Pacte de convergence, de stabilité, de croissance et de solidarité, un rempart insuffisant contre le risque d'une crise de la dette souveraine***

Les gouvernements ont certes mis en place, comme nous l'avons précédemment noté, un dispositif de surveillance multilatérale des budgets des Etats de l'Union, dont les critères de premier rang sont constitués (outre une inflation annuelle inférieure à 3%), par l'obligation de respecter un ratio (par rapport au PIB) du solde budgétaire de base, « défini comme la différence entre les recettes totales (hors dons) et les dépenses courantes ainsi que les dépenses d'investissements publics financés sur ressources internes », qui doit être positif ou nul et de limiter leur endettement à 70% du PIB. De plus les Etats ne doivent pas accumuler des arriérés de paiement, intérieurs ou extérieurs.

Ce Pacte risque bien de ne pas être un rempart suffisant contre une crise de la dette souveraine. Un pacte du même type existe en Europe mais la contagion de la crise américaine des subprimes a conduit la plupart des pays européens à ne plus le respecter, y compris l'Allemagne, et les sanctions prévues ont été suspendues. En UEMOA l'obligation d'un équilibre des finances publiques n'est pas systématiquement respectée, sans application de sanctions. Depuis 2000, en aucune année, les Etats ne sont parvenus simultanément à dégager un solde positif, même si de 2007 à 2010 le solde global de

l'Union est positif. La situation née de la crise ivoirienne a conduit cet Etat à suspendre le service de sa dette et a mis en grave difficulté les banques ivoiriennes détentrices des titres de cet Etat, ainsi que certaines banques d'autres pays de l'Union engagées en Côte d'Ivoire. Elle illustre bien qu'une crise de la dette souveraine peut se transmettre d'un Etat à l'ensemble du système bancaire de l'Union. Cette situation inédite a exigé un assouplissement temporaire des règles de provisionnement par les banques de leurs créances douteuses, la mise en place d'un « programme de renouvellement (roll over) des lignes arrivées à échéance », puis une restructuration de la dette publique.<sup>23</sup>

Les risques liés aux déséquilibres des finances publiques existent alors même que le plafond d'endettement fixé par la surveillance multilatérale est à l'heure actuelle respecté par tous les Etats. Mais cette bonne performance tient aux annulations de dettes dans le cadre de l'Initiative pour les pays pauvres très endettés (PPTE) et l'Initiative pour l'annulation de la dette multilatérale (IADM). Ces annulations ont redonné une marge d'emprunt aux Etats, poussés à l'utiliser dans la mesure même où l'existence d'un marché financier régional et son développement facilitent l'émission de titres publics. L'inquiétude ne vient pas tant du niveau actuel de l'endettement, encore faible, que de la vitesse de son accroissement. L'exemple du Sénégal qui a connu de 2006 à 2011 une hausse rapide du ratio de sa dette publique sur son PIB qui passe de 22,0% à 40,8% (soit au rythme de 85%<sup>24</sup>), en raison d'une augmentation particulièrement rapide de son endettement intérieur, illustre bien cette tendance à un accroissement rapide de la dette publique.

### ***La réaction de la BCE à la crise de la dette souveraine***

Il nous paraît instructif de voir comment la Banque Centrale Européenne a réagi à la crise de la dette souveraine en Europe et à ses conséquences pour les banques de l'Union détentrices de titres publics émis par les Etats en difficulté, puisque la BCE est soumise à la même contrainte que la BCEAO quant au financement monétaire des déficits publics.

En effet, depuis 2010 la BCEAO a vis-à-vis des gouvernements des Etats de l'Union un statut d'indépendance analogue à celui de la BCE, qui s'appuie sur une claire définition de sa mission (que nous avons rappelée), un mode de désignation de son gouvernement qui la met à l'abri de pression politique et une limitation stricte du financement monétaire des Trésors publics nationaux. Depuis 1998, la BCEAO ne fait plus d'avances directes aux Etats et depuis 2010 le refinancement des banques adossé à des titres publics de toute nature et l'encours de ces titres détenus par la Banque Centrale pour son propre compte ne peuvent dépasser 35% des recettes fiscales de l'Etat considéré durant le précédent exercice.

En Europe, le dysfonctionnement du marché interbancaire s'est accentué avec la crise de la dette souveraine de certains Etats, qui a gravement compromis la liquidité, voire la solvabilité, des banques détentrices de cette dette. Cela a conduit la BCE à maintenir les nouvelles règles d'intervention sur le marché bancaire initiées en 2008 et à les compléter

<sup>23</sup> Rapport de la Zone franc 2011, p.79.

<sup>24</sup> FMI, Sénégal : Troisième revue de l'Instrument de soutien à la politique économique et demande de modification des critères d'évaluation, décembre 2012, p.16 et Sénégal : Troisième revue du programme soutenu par l'Instrument de soutien à la politique économique et première revue de l'accord au titre de la facilité de protection contre les chocs exogènes et augmentation de cette facilité, juin 2009, p. 22. Le ratio d'endettement qui figure dans les données de la surveillance multilatérale des budgets est du même ordre de grandeur, soit 37,3%.

par des interventions directes sur les marchés secondaires des titres publics (securities market programme - SMP), de manière temporaire et en quantité limitée, en accompagnant ces interventions d'opérations de stérilisation, afin de neutraliser l'impact des achats sur la création monétaire. Avec l'extension de la crise de la dette souveraine à l'automne 2011, l'action de l'Eurosystème s'est encore élargie. La BCE a allongé la maturité des refinancements à taux fixes, étendu à nouveau l'éventail des actifs acceptés en garantie, avec augmentation parallèle des décotes pratiquées, et a abaissé le taux des réserves obligatoires de 2% à 1% en janvier 2012.

Contrairement à la FED et à la Banque d'Angleterre, la BCE (du fait de l'article 123 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne) considère qu'elle ne peut accroître la base monétaire en achetant les titres publics (*Quantitative easing ou assouplissement quantitatif*) et que son action ne doit pas se substituer aux mécanismes communautaires d'aide aux Etats de la Zone en difficulté : la facilité grecque, le mécanisme européen de stabilité financière (MESF), puis la facilité européenne de stabilité financière (FESF), fonds intergouvernemental utilisé en faveur de l'Irlande et du Portugal, puis de la Grèce. A ce fonds devrait se substituer le *Mécanisme européen de stabilité (MES)*, véritable institution financière dont la création a impliqué un nouveau Traité.

Cependant, le 6 septembre dernier, le Conseil des Gouverneurs de la BCE a fait un pas de plus en décidant des « *outright monetary transactions* », ou la possibilité pour la Banque Centrale d'acheter sur le marché secondaire des titres publics de maturité comprise entre un et trois ans, sans limitation de quantité, mais soumis à la conditionnalité d'un recours de l'Etat concerné au MES, dont l'aide est elle-même soumise à l'acceptation d'un plan d'ajustement des finances publiques ; de plus, comme dans le « programme pour les marchés de titres » (SMP) maintenant clos, ces achats seront accompagnés de mesures de stérilisation. Le Président Draghi a insisté dans sa conférence de presse sur le fait que ces dispositions visaient à sauvegarder le mécanisme de transmission de la politique monétaire à la sphère réelle en préservant son unité, et qu'en évitant des scénarios destructeurs, résultant d'anticipations erronées sur la réversibilité de l'euro, la BCE restait parfaitement dans son mandat et ne mettait pas en cause son indépendance<sup>25</sup>. Cette position est sujette à discussion, puisque la décision du Conseil des gouverneurs n'a pas été unanime. Le gouverneur de la Bundesbank s'y est opposé, considérant que cette décision violait les statuts de la Banque Centrale et allait à l'encontre de sa mission principale qui est de préserver la stabilité monétaire.

La décision historique de la BCE de venir en aide aux Etats qui ne peuvent plus emprunter sur les marchés, sinon à des taux insoutenables pour leurs finances publiques, n'aurait pas été possible sans la signature du Traité intergouvernemental de stabilité, coordination et de gouvernance (TSCG), qui prévoit un renforcement des règles du Pacte budgétaire et une surveillance multilatérale plus rapprochée des politiques budgétaires nationales, accompagnée d'éventuelles sanctions financières prononcées par la Cour européenne de justice, si un gouvernement ne respecte pas ses engagements.

<sup>25</sup> Conférence de presse du 6 septembre 2012 de Mario Draghi : "It is against this background that the Governing Council today decided on the modalities for undertaking Outright Monetary Transactions (OMTs) in secondary markets for sovereign bonds in the euro area. As we said a month ago, we need to be in the position to safeguard the monetary policy transmission mechanism in all countries of the euro area. We aim to preserve the singleness of our monetary policy and to ensure the proper transmission of our policy stance to the real economy throughout the area. OMTs will enable us to address severe distortions in government bond markets which originate from, in particular, unfounded fears on the part of investors of the reversibility of the euro. Hence, under appropriate conditions, we will have a fully effective backstop to avoid destructive scenarios with potentially severe challenges for price stability in the euro area. Let me repeat what I said last month : we act strictly within our mandate to maintain price stability over the medium term ; we act independently in determining monetary policy; and the euro is irreversible."

## **Quels enseignements l'UEMOA et la BCEAO pourraient-elles tirer de la crise de l'Union monétaire européenne ?**

En premier lieu une réflexion mériterait d'être engagée au sein de l'UEMOA sur la définition des critères du *Pacte de convergence, de stabilité, de croissance et de solidarité*, adopté il y a plus de dix ans et sur les moyens de renforcer son efficacité. Il conviendrait sans doute de donner plus de poids au critère de l'endettement public dans la surveillance multilatérale des politiques budgétaires. Mais la question du plafond adéquat est difficile. Il est normal que dans un pays en développement l'Etat s'endette pour investir, mais jusqu'où peut-il aller ? Les organismes de Bretton-Woods proposent une analyse de la soutenabilité de la dette des pays en développement qui sert de référence aux bailleurs internationaux. Mais celle-ci ne fait pas l'objet d'un consensus, certains la trouvant excessivement optimiste quant aux trajectoires de croissance des pays considérés, d'autres trop conservatrice. Elle repose sur un jugement des politiques économiques des pays (le fameux *Country Policy and Institutional Assessment* ou CPIA) qui est lui-même l'objet de diverses critiques. Il serait souhaitable que les gouvernements mènent leur propre réflexion sur le maximum d'endettement acceptable.

La question de l'efficacité de la surveillance multilatérale est liée aux sanctions, ce qui ressort bien de l'expérience européenne. Les sanctions qui prennent la forme d'une restriction des financements communautaires à l'encontre des Etats récalcitrants risquent d'être peu efficaces si ces fonds sont limités et disproportionnés par rapport aux autres sources de financement externes des budgets nationaux, ce qui est le cas de l'UEMOA<sup>26</sup>. L'augmentation des ressources propres de l'Union est nécessaire à la crédibilité d'une sanction financière. L'imposition d'une amende aux Etats dont les déficits seraient supérieurs à la norme acceptée, comme cela est institué par le TSCG européen, risque de se heurter à la faiblesse même des finances publiques à l'origine des déficits. C'est, semble-t-il, plus par un travail d'analyse objective et un travail de persuasion que la surveillance « par les pairs » à laquelle s'apparente la surveillance multilatérale des budgets pourra peu à peu devenir réalité. Un préalable à l'effectivité des sanctions est aussi la régularité et la fiabilité des données budgétaires transmises à la Commission. Or, plusieurs pays doivent encore améliorer la comptabilisation de leurs opérations budgétaires et il conviendrait que la Commission dispose d'un pouvoir d'investigation sur la construction des données transmises par les autorités nationales.

En second lieu, pour que la Banque Centrale ne se retrouve pas seule face à une crise de la dette souveraine, il convient que des fonds communautaires soient susceptibles de venir en aide aux Etats en difficulté, soit parce qu'ils souffrent d'une baisse d'activité spécifique, soit parce que leur système bancaire ou leur Trésor public subit une crise de liquidité. En Europe la présence de ce type de fonds ou d'institutions apparaît comme la garantie de l'indépendance de la Banque Centrale. Ce pourrait être un exemple pour l'UEMOA.

---

<sup>26</sup> Les fonds communautaires de financement des investissements étant destinés dans l'UEMOA à des projets intégrateurs, souvent financés partiellement par des bailleurs extérieurs, il serait délicat de suspendre les décaissements en fonction des problèmes budgétaires d'un seul Etat.

## CONCLUSION

De cette comparaison entre la BCEAO et la BCE trois enseignements principaux peuvent être tirés quant aux conditions d'efficacité de la politique monétaire commune.

1. Dans une union monétaire, il est tentant d'asseoir la politique monétaire commune sur les taux directeurs de la Banque Centrale qui sont par définition les mêmes pour toutes les banques de l'Union. Cette politique a l'avantage de la simplicité et de la transparence. Cependant, son efficacité dépend du bon fonctionnement du marché interbancaire qui suppose lui-même l'absence de défiance dans la solidité du système bancaire. Lorsque cette condition n'est pas ou n'est plus réunie, la Banque Centrale doit recourir à des instruments quantitatifs si elle veut atteindre l'ensemble des banques dont les situations de liquidité sont différentes. La Banque Centrale Européenne a montré sa capacité à adapter ses instruments face à une situation inédite. Les banques européennes sont apparues vulnérables à des chocs exogènes, ce qui a pu justifier des actions spécifiques et transitoires, en vue comme l'a dit Mario Draghi d'assurer la pérennité de la monnaie commune. Or, comme nous le rappelions en introduction, les pays de l'UEMOA et leur système bancaire risquent d'être, à l'avenir plus encore que par le passé, frappés par des chocs exogènes en raison de l'instabilité économique mondiale, qui peut les affecter différemment.

Mais la flexibilité de la Banque Centrale ne doit pas créer un risque d'aléa moral tant de la part des banques que des Etats. Traiter des problèmes de liquidité propres à certaines banques et soutenir la dette de certains Etats ne peut signifier soutenir systématiquement des banques ou des Etats insolubles.

2. En ce qui concerne les banques, apparaît alors toute l'importance de la régulation prudentielle et de la surveillance bancaire. La régulation prudentielle devrait être renforcée et les obligations mieux respectées. Quant à la surveillance bancaire, l'UEMOA a l'avantage d'avoir créé une Commission régionale, même si parfois l'application de ses décisions est entravée par les autorités nationales. Elle est en avance sur l'Europe, où la surveillance bancaire est encore de la responsabilité des autorités nationales. Le projet en discussion en Europe est bien de confier la surveillance des établissements financiers à un département spécifique de la BCE.
3. L'efficacité de la politique monétaire dépend aussi de la politique budgétaire. C'est le cas dans un cadre national, ce l'est encore plus en union monétaire; celle-ci crée, au moins pour un temps, une plus grande facilité de financement des déficits par recours au marché financier régional (ce fut pour une part le drame de la Grèce); une fois la crise déclenchée dans un pays le risque de contagion aux autres pays de l'Union est d'autant plus grand que les systèmes financiers sont plus intégrés.

La menace qu'une crise de la dette souveraine fait peser sur la cohésion de toute union monétaire justifie l'existence d'un plafond d'endettement communément accepté, ainsi que la constitution préventive d'un fonds de soutien aux Etats en difficulté.



**COMMENTAIRES DU PROFESSEUR FULBERT GERO AMOUSSOUGA,  
UNIVERSITE D'ABOMEY-CALAVI (BENIN)**

La communication de Madame le Professeur Sylvianne Guillaumont Jeanneney apporte des éléments importants au débat sur la mise en œuvre de la politique monétaire dans l'UMOA.

- Les analyses sur l'évolution et les effets de la conduite de la politique monétaire sont particulièrement utiles et permettent ce débat dans le contexte de l'UMOA pour diverses raisons : la crédibilité de la politique monétaire auprès des agents en ciblant l'inflation à un niveau très faible, la contribution de la politique monétaire à la croissance économique, la prise en compte des hétérogénéités structurelles dans la mise en œuvre de la politique monétaire, l'importance de la coordination des politiques monétaires et budgétaires en union monétaire.
- Les observations sur le retard du développement financier de l'UMOA et l'information sur l'expérience de la BCE quant aux crises de la dette souveraine et les leçons pour l'UMOA sont particulièrement bienvenues.
- Enfin, on retrouve des considérations de politique que l'UMOA pourrait tirer de l'expérience de l'union européenne avec en parallèle la réflexion sur la définition du pacte de convergence, de stabilité, de croissance et de solidarité puis les moyens de renforcer son efficacité et la limite de l'Etat quant à l'endettement.

La communication de Madame le Professeur Sylvianne Guillaumont Jeanneney soulève aussi plusieurs interrogations qui sont autant de demande d'approfondissement, de prolongation d'analyses que de remarques critiques, qui à leur tour doivent évidemment susciter des débats et des réflexions.

J'ai retenu quatre interrogations principales :

**1 - La première interrogation porte sur l'objectif de stabilité des prix. Dans l'UMOA, l'objectif de stabilité de prix doit-il être équivalent au ciblage et à la réalisation d'un taux d'inflation structurellement faible ?**

Avec les réformes de 1989, la BCEAO, dans la conduite de la politique monétaire de la Zone, a rationalisé ses instruments, privilégiant ainsi un pilotage par les taux directeurs pour un objectif principal de stabilité des prix. Ce dispositif lui a permis de gagner en crédibilité auprès des agents en ciblant l'inflation à un niveau très faible (2%), sans pour autant contribuer efficacement à la croissance économique et à la stabilité externe de la Zone.

Dans les faits, le niveau d'inflation a été relativement stable sur les quinze dernières années et, depuis 1999, le niveau de l'indice des prix à la consommation en glissement annuel se situe en dessous de 3%. En revanche, la balance des transactions courantes s'est dégradée tournant autour de -5% de la production intérieure brute.

Tenant compte du fait qu'il est de plus en plus admis qu'un niveau d'inflation structurellement faible est non seulement source de distorsions dans l'activité économique, mais peut également accentuer le risque de déflation, la conduite de la politique monétaire au sein de la Zone pourrait sembler être marquée par une rigueur excessive, maintenue et renforcée par la configuration du policy mix qui ne semble pas laisser de marge de manœuvres aux politiques budgétaires spécifiques à chaque Etat membre étant donné

le non financement monétaire des déficits budgétaires et l'exigence du respect du premier critère de convergence (solde budgétaire de base qui doit être positif ou nul).

## ***2 - La seconde interrogation porte sur les hétérogénéités de structures qui induisent des chocs asymétriques dans l'économie.***

Il existe un certain nombre de raisons qui confortent l'hypothèse que les canaux de transmission diffèrent entre pays membres. Ces raisons sont justifiées notamment par des taux d'inflation différents entre pays, l'hétérogénéité liée au système financier puis les différences de taux de change réels. Il s'agit donc de comprendre comment la mise en œuvre d'une politique monétaire unique dans l'UMOA peut et doit prendre en compte les hétérogénéités de structures des économies concernées.

En effet, les pays de l'UMOA ont des taux d'inflation faibles comparés à ceux des autres pays africains non membres de la Zone franc ou tout autre groupe de pays en développement. Cependant, à l'intérieur de l'Union, il existe des différentiels d'inflation malgré l'application d'une politique monétaire commune.

L'appartenance à une même union monétaire, la politique de la monnaie et du crédit ainsi que la réglementation bancaire, devraient en principe faire converger les structures bancaires des différents pays. En d'autres termes, les systèmes bancaires devraient être homogènes afin de garantir des réactions analogues à d'éventuels chocs.

Bien que dans les faits, les systèmes financiers nationaux de l'UMOA présentent des caractéristiques communes, ils cachent des différences marquantes. Les caractéristiques communes portent en grande partie sur la prédominance des banques commerciales privées dans le système financier. On note cependant des disparités dans le développement financier d'un pays à un autre avec de faibles taux de couverture dans l'ensemble et une forte concentration de l'activité bancaire sur un nombre très limité de banques. Ce qui porte à croire à une concurrence bancaire oligopolistique si l'on s'en tient au niveau élevé de la marge entre taux débiteurs et créditeurs. L'intensité de la transmission de la politique monétaire dépend dans une large mesure de la vitesse et de l'ampleur avec lesquels les taux directeurs de la BCEAO sont répercutés sur les taux débiteurs et créditeurs appliqués aux agents non financiers. On est donc en droit de s'interroger si les banques appliquent à ces derniers le même coût d'intermédiation financière. Au regard de l'expérience, la réponse à cette question n'est pas affirmative.

## ***3 - La troisième question est de savoir si dans un contexte d'internalisation croissante, l'UMOA peut simultanément avoir un régime de change fixe, disposer d'une politique monétaire autonome et laisser librement circuler les capitaux.***

Le triangle d'incompatibilité de Mundell enseigne que dans un contexte d'internalisation croissante, une économie ne peut pas simultanément avoir un régime de change fixe, disposer d'une politique monétaire autonome et laisser circuler librement les capitaux. Au regard de ces enseignements, peut-on remettre en cause l'autonomie de la politique monétaire de l'UMOA, du fait que la monnaie de la Zone est rattachée à l'Euro et que la règle monétaire suit le maintien de cette parité ?

**4 - La quatrième interrogation se rapporte aux enseignements que l'UMOA pourrait tirer de l'expérience de l'Union Monétaire Européenne, notamment en matière de gouvernance et de mécanismes de stabilité des zones monétaires.**

De l'expérience de la Zone euro, nous retenons entre autres, la nécessité d'une flexibilité du marché, la promotion de l'intégration régionale notamment la mobilité de la main d'œuvre, la mise en place d'un fédéralisme budgétaire pour répondre efficacement aux chocs asymétriques, le suivi étroit des disparités en matière de compétitivité, l'établissement et l'opérationnalisation d'un bon dispositif de surveillance régionale pour le secteur financier notamment. De tout ce qui précède, comment la Zone UMOA pourrait-elle s'y adapter au regard de ses spécificités ?

Trois défis majeurs sont à relever pour rendre plus efficace et plus crédible la conduite de la politique monétaire commune de la Zone. Il s'agit des suivants :

- i) La mise en place d'un dispositif fédéral pour la Zone à l'image du fonds européen de stabilisation afin de fournir de l'aide aux pays ayant besoin de conduire des politiques budgétaires adaptées aux chocs transitoires asymétriques ;
- ii) L'articulation entre la politique monétaire commune et les politiques budgétaires nationales marquée non seulement par une coordination des politiques budgétaires mais aussi une coopération accrue entre les autorités en charge de la politique monétaire et celles en charge des politiques budgétaires ;
- iii) Une réflexion sur la politique de change.

Le dispositif fédéral peut servir de compensation sans mécanisme de création monétaire et donnera un contenu concret au principe de solidarité autour duquel l'Union se construit. Par rapport à l'articulation des politiques monétaires et budgétaires, les développements suggèrent qu'une politique monétaire axée sur la stabilité des prix n'est pas une condition nécessaire et suffisante pour garantir la stabilité monétaire et financière. Il y a donc lieu pour l'UMOA d'aller au-delà de l'objectif de stabilité des prix, de chercher à soutenir davantage la croissance économique. Quant à la réflexion et les évolutions souhaitables en matière de politique de change, il convient de rappeler que le franc CFA est rattaché à l'Euro, une monnaie forte, par une parité fixe. La question qui se pose est de savoir quels seraient les effets des politiques de réformes structurelles, visant à accroître les capacités productives si l'instrument taux de change ne peut pas être manipulé.

Enfin, il convient de noter qu'un accent devra être remis sur d'autres réformes structurelles devant permettre à la Zone d'acquiescer et de préserver la confiance des acteurs économiques résidents et étrangers.



**COMMENTAIRES DU PROFESSEUR JEAN-PAUL POLLIN,  
UNIVERSITE D'ORLEANS (FRANCE)**

En parlant de défis et de perspectives à propos de la conduite de la politique monétaire dans l'UMOA, le titre de cette session suggère que la tâche de la BCEAO pourrait être à l'avenir plus délicate qu'elle ne l'a été dans le passé. Cette éventualité se justifie en effet aisément par le développement économique et financier de l'Union. Car l'exercice de la politique monétaire devient plus difficile lorsque les relations économiques s'enrichissent et que le système financier devient plus complexe. De plus le développement de la Zone aura tendance à accroître la diversité des économies nationales et de leurs situations conjoncturelles. C'est-à-dire que la BCEAO va se trouver confrontée à une montée du problème de l'hétérogénéité qui constitue la difficulté centrale du pilotage d'une Union Monétaire.

C'est pourquoi le choix de madame Guillaumont Jeanneney d'appuyer ses raisonnements sur les enseignements de l'expérience européenne, est tout à fait pertinent. Car les graves difficultés rencontrées par l'Union Monétaire Européenne démontrent bien que la construction et la conduite d'une politique monétaire commune n'est viable que sous des conditions économiques et institutionnelles bien précises. Or, lorsque l'on a conçu et mis en place le projet d'Union Monétaire, les responsables politiques européens, mais aussi nombre d'économistes, ont pris le parti de négliger ces conditions. Ils ont refusé d'entendre les mises en garde de ceux qui faisaient valoir que le contexte dans lequel s'opérait le lancement de la monnaie unique était loin de correspondre à celui d'une zone monétaire optimale. Mais on a préféré penser que l'introduction de l'euro suffirait par elle-même à créer les conditions nécessaires à son fonctionnement. On a théorisé cette fuite en avant en invoquant un principe d'endogénéité des zones monétaires optimales : le simple fait de mettre en place l'Union la rendrait optimale. Les profonds dysfonctionnements que connaît aujourd'hui l'Union Monétaire Européenne constituent une cinglante démonstration de l'inanité de cette thèse.

La principale question posée à la Banque Centrale d'une Union Monétaire est donc celle de l'hétérogénéité. Et ceci recouvre non seulement l'asymétrie des chocs de toutes natures qui affectent chacune des économies partenaires, mais aussi et surtout les réactions différentes de ces économies à des chocs communs qui touchent globalement l'ensemble de la Zone. Car du fait de leurs caractéristiques propres (leur structure productive, leurs institutions, leur structure financière, etc.) les comportements des pays (en terme d'inflation et d'activité notamment) ne sont pas les mêmes face à une variation de parité, une récession mondiale, une augmentation du prix des matières premières. C'est là sans doute la source principale des hétérogénéités qui rendent difficile l'application d'une politique monétaire et d'une parité uniques au sein d'une Union.

Le problème concerne en tout premier lieu la définition de cette politique monétaire. Mais on sait qu'elle touche aussi les politiques budgétaires, des Etats membres, ou plus précisément l'encadrement des marges de manœuvre qu'on leur concède. Au-delà c'est même toute la gouvernance économique de l'Union qui est sollicitée, c'est-à-dire la coordination d'un large ensemble des politiques économiques nationales. Nous allons rapidement analyser chacun de ces trois points.

## 1 - Quelles définitions de la politique monétaire ?

Une première étape consiste donc à se demander dans quelle mesure les autorités monétaires doivent et peuvent prendre en considération la diversité des situations et des comportements des économies membres de l'Union, lors de leurs prises de décisions. Faut-il notamment qu'elles raisonnent de façon agrégée sur l'ensemble de la Zone, ou doivent-elles prêter attention à la dispersion des performances nationales autour de la moyenne ? Ou, pour tenter de l'exprimer de façon un peu plus rigoureuse en formalisant le propos : faut-il que la Banque Centrale minimise une fonction de perte de la forme :

$$L = Y^2 + \alpha \pi^2$$

$Y$  représentant l'output gap de la Zone,  $\pi$  l'écart d'inflation moyen à l'objectif poursuivi,  $\alpha$  un paramètre pondérant l'objectif d'inflation par rapport à celui de l'activité ; ceci sous contrainte d'un modèle macroéconomique global de la Zone, ou bien la Banque Centrale doit-elle minimiser une fonction de perte pondérant les pertes de chacune des  $N$  économies de la Zone, de sorte que :

$$L' = \sum \gamma_i Y_i^2 + \alpha \sum \gamma_i \pi_i^2$$

$\gamma_i$  représentant les pondérations des différents pays,  $Y_i$  et  $\pi_i$  leurs output gaps et leurs écarts d'inflation (à l'objectif) respectifs, sous contrainte des modèles exprimant le fonctionnement des différentes économies de la Zone ?

Théoriquement c'est la seconde solution qui est préférable du point de vue de l'utilité collective, mais son implémentation est évidemment bien plus compliquée et son efficacité soumise à de nombreuses hypothèses ou conditions. De plus, on montre qu'elle induit une moindre réactivité de la politique monétaire à la conjoncture d'ensemble<sup>27</sup>. Ce qui se comprend aisément dans la mesure où la prise en compte de la diversité affaiblit la sensibilité aux déséquilibres moyens.

Si, au contraire, la Banque Centrale ne s'intéresse qu'aux évolutions agrégées (d'activité et d'inflation) sur l'ensemble de l'Union, elle risque d'aggraver les divergences de situations entre les économies partenaires. Ce qui peut être dangereux pour l'unité de la Zone et susciter des contestations de la légitimité de la Banque Centrale et de son indépendance. Il n'y a donc pas de solution idéale, et il est probable que les autorités monétaires sont amenées (même lorsqu'elles s'en défendent) à osciller de façon pragmatique entre les deux positions extrêmes selon les circonstances.

Une autre façon de procéder consiste à tenter de différencier en partie (c'est-à-dire de moduler d'un pays à l'autre) la politique monétaire en utilisant pour cela un ou plusieurs autres instruments d'actions. Par exemple, en admettant que les taux d'intérêt directeurs sont et doivent rester le moyen principal d'action de la Banque Centrale, on peut imaginer qu'elle utilise en même temps les taux de réserves obligatoires afin de moduler ses décisions, en fonction du comportement des économies et de leur conjoncture. Si l'on avait agi ainsi en Europe, cela aurait permis de freiner la bulle de crédit qui s'est développée en Espagne dès le début des années 2000 du fait notamment des taux d'intérêt réels très bas qui y prévalaient. Et de ce point de vue je pense, comme madame Guillaumont Jeanneney, qu'il est regrettable que l'on ait renoncé à différencier les taux de réserves obligatoires au sein de l'UMOA.

<sup>27</sup> Cf. A. Penot et J.-P. Pollin, « Heterogeneity of Transmission Mechanisms and Monetary Rules in the EMU », W.P. Laboratoire d'Économie d'Orléans, 2011/01.

Mais au-delà des réserves obligatoires, on peut aussi penser à l'utilisation de tous les instruments qui relèvent de ce que l'on appelle aujourd'hui la politique macroprudentielle, c'est-à-dire les règles qui contraignent les conditions de crédit (minimum d'apport personnel, ratio de dette sur revenu, etc.) ainsi que les ratios réglementaires auxquels sont soumis les établissements de crédit. S'il apparaît que le taux d'intérêt défini en fonction de la situation moyenne de la zone, est inadapté à telle ou telle des économies qui la composent, il est alors justifié d'agir en accroissant le ratio de capital requis pour les banques de ces pays. On peut ainsi aller jusqu'à étendre le champ de la politique monétaire, ou du moins de ses moyens d'actions, au domaine du contrôle microprudentiel. Ce qui revient à dire qu'en cherchant à différencier les effets de la politique monétaire pour corriger son inadaptation éventuelle à la situation de certaines des économies de l'Union, on peut être tenté d'utiliser les instruments qui relèvent d'une logique différente de régulation. On en arrive alors à confier à la Banque Centrale un vaste champ d'interventions allant des actions traditionnelles de politique monétaire à la régulation et la supervision du système bancaire.

Or, cette démarche pose un problème institutionnel compliqué : la Banque Centrale d'une Union Monétaire a-t-elle vocation à concentrer entre ses mains un tel pouvoir ? Peut-elle revendiquer ou simplement accepter ces extensions de son mandat sans mettre en danger son indépendance ? Peut-on même déléguer à une instance indépendante la poursuite d'un objectif de stabilité financière alors même que l'on a du mal à le définir précisément ? La réponse à ces questions est déjà délicate dans le cas d'une Banque Centrale agissant pour le compte d'un Etat souverain. Mais elle l'est plus encore pour la Banque Centrale d'une Union Monétaire, parce qu'en l'occurrence on peut se demander si les autorités monétaires ont la légitimité nécessaire pour intervenir de façon dissemblable sur le fonctionnement des systèmes bancaires de la zone. Qui plus est les politiques macroprudentielles sont pour partie en interdépendance avec des interventions publiques qui relèvent des souverainetés nationales. En particulier, la politique budgétaire est partie prenante de l'objectif de stabilité financière : la fiscalité par exemple peut agir sur la formation des bulles de crédit ou de prix d'actifs (l'immobilier notamment). Ce qui implique une coordination entre ces différentes interventions au plan national. A tout le moins cette coordination pose question pour ce qui est de l'indépendance de la Banque Centrale de l'Union.

En fait, il s'agit ici d'une extension du problème plus classique du rapport, idéalement coopératif mais potentiellement conflictuel, entre politique monétaire et politique budgétaire. Mais dans le cas des politiques prudentielles ce problème se trouve compliqué par la difficulté de confier des objectifs bien délimités à des institutions bien identifiées.

## **2 - Quelle discipline budgétaire ?**

Il n'empêche que l'existence d'une certaine discipline budgétaire est une condition importante pour l'exercice efficace de la politique monétaire. On sait en effet qu'il faut éviter que les exigences budgétaires viennent contraindre, d'une façon ou d'une autre, les décisions de la Banque Centrale, au risque de les dénaturer ou d'entrer dans la fameuse « arithmétique déplaisante » décrite par Sargent et Wallace<sup>28</sup>.

Or cette discipline budgétaire est, à la fois, plus nécessaire et plus délicate à obtenir en Union Monétaire. Parce que dans une telle configuration institutionnelle le coût du laxi-

---

<sup>28</sup> Cf. T. Sargent and N. Wallace (1981), « Some Unpleasant Monetarist Arithmetic », Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review n° 3, pp. 1-17.

me se trouve réduit. Les Etats membres ont moins à craindre la sanction d'une hausse des taux d'intérêt ou d'une dépréciation de leur monnaie. Ils sont donc incités à se comporter en passagers clandestins vis-à-vis des objectifs de stabilité des prix et de stabilité financière. Ce qui plaide pour l'existence d'un consensus, d'un pilotage collectif ou d'un pacte supranational visant à limiter, au moins à long terme les déficits publics.

Mais l'expérience de l'Union Monétaire Européenne démontre que la définition de ces limites est un exercice redoutable. Car rien ne prouve qu'il soit justifié de soumettre toutes les économies de la Zone à une stricte discipline, uniforme dans le temps et dans l'espace. On a, au contraire, de bonnes raisons de penser qu'il est souhaitable de laisser aux Etats une marge de manœuvre suffisante pour leur permettre de réguler les évolutions et la diversité des situations conjoncturelles. D'abord, parce que la Banque Centrale pourra d'autant plus facilement se focaliser sur son objectif principal de stabilité des prix qu'elle aura moins à se préoccuper du réglage de l'activité. Ensuite, parce la Banque Centrale aura la possibilité d'être d'autant plus réactive aux déséquilibres d'ensemble de la zone que le problème de l'hétérogénéité sera résolu, au moins en partie, par les politiques budgétaires nationales. La Banque Centrale pourra se permettre de ne s'intéresser qu'aux performances agrégées de la zone si la diversité des conjonctures est gérée de façon décentralisée.

C'est la raison pour laquelle on ne peut guère concevoir d'Union Monétaire viable (si non optimale) sans l'existence d'une coordination des politiques budgétaires et/ou de transferts financiers qui rendent possibles ces écarts à l'équilibre. Les transferts en question peuvent prendre des formes diverses : aux Etats-Unis ils passent par l'intermédiaire du budget fédéral qui conduit à une certaine compensation automatique des soldes budgétaires. En Europe la quasi inexistence de budget fédéral a conduit à explorer d'autres solutions : la mutualisation des dettes publiques a fait l'objet de diverses propositions (notamment à travers l'émission d'eurobonds) avant que ne s'impose l'idée d'un fonds de stabilisation (le Mécanisme Européen de Stabilité) dont le capital sera apporté par les Etats membres et qui participera au financement des dettes des pays fragilisés.

Le caractère incertain de ce dispositif et les longues hésitations qui ont émaillé sa conception témoignent de la contradiction entre, d'une part le désir des Etats membres d'éviter l'éclatement de l'Union (et ses coûts sans doute très élevés), et d'autre part leur aversion à une prise en charge des dettes d'autres partenaires (y compris par des interventions de la Banque Centrale). Cette crise dans la crise aurait pu être évitée si un mécanisme de solidarité suffisamment robuste avait été préalablement ébauché. Le construire dans l'urgence était une mission bien délicate.

En l'absence d'une union politique capable d'organiser la solidarité entre Etats partenaires, il faut à l'évidence qu'existe un dispositif de secours capable de compenser les divergences induites par des chocs de différentes natures. Il faut aussi qu'existe parallèlement un dispositif de surveillance mutuelle de ces divergences et qui garantisse des engagements de retour à l'équilibre. Ce sont là des enseignements utiles aux Unions Monétaires en développement ou à celles qui pourraient demain avoir à faire face à des environnements plus hostiles.

### **3 - Quelle gouvernance économique ?**

On ne peut cependant laisser croire que la cohérence d'une zone monétaire dépend uniquement (ou même principalement) de la constellation des soldes budgétaires nationaux. A bien des égards les différences de compétitivité sont, de ce point de vue,

importantes. Si l'on continue à se référer à l'Europe, on observera que les déficits de balances courantes ont été bien plus que les déficits budgétaires, de bons indicateurs avancés des difficultés que certaines économies allaient rencontrer pour faire face à la crise<sup>29</sup>. Au demeurant, ce sont les niveaux de compétitivité qui gouvernent les capacités de redressement des comptes publics. Car si l'on doute aujourd'hui de l'aptitude de certains pays à réduire leurs déficits, c'est bien parce que l'on considère qu'ils ne pourront retrouver un taux de croissance potentielle capable de générer des rentrées fiscales compatibles avec une évolution raisonnable de leurs dépenses publiques.

Le maintien de la compétitivité des économies partenaires à des niveaux comparables est donc une condition essentielle à la pérennité d'une union monétaire. On ne peut en effet envisager de laisser dériver indéfiniment la balance courante de l'une ou l'autre des économies de la zone dans la mesure où cela implique un dérapage potentiellement explosif de son endettement extérieur. Or, si la correction ne s'opère pas par un rétablissement de la compétitivité (à court terme par une baisse des prix et des salaires relatifs) elle devra se faire par une compression de la demande intérieure, ce qui augmentera les écarts de revenus entre pays et ce qui pèsera sur la conjoncture d'ensemble de la zone.

Cela dit, la réponse des autorités monétaires confrontées à ce type de situation est assez problématique. Une dépréciation du taux de change, lorsqu'elle est possible (ce qui n'est pas le cas bien sûr pour l'UMOA), est de nature à soulager la pression sur les économies en difficulté ; mais cette dégradation des termes de l'échange peut défavoriser les pays en excédent de leurs comptes extérieurs. On peut également imaginer un relèvement de l'objectif d'inflation de la Banque Centrale. Ce qui peut éviter aux pays en déficit de compétitivité d'avoir à engager une « dévaluation réelle », c'est-à-dire une baisse de leurs prix et revenus nominaux, qui est considérée comme très coûteuse. Une augmentation de l'inflation moyenne de la zone permettrait d'accroître les écarts d'inflation entre pays et rendrait plus facile l'évolution des prix relatifs, donc des compétitivités. Mais par définition une telle politique se ferait aux dépens de l'objectif de stabilité des prix.

De sorte qu'il faut ici aussi considérer que c'est moins la politique monétaire qui est concernée que le contexte dans lequel elle agit. En d'autres termes, la solution se trouve plutôt dans une coordination des politiques économiques nationales, fondée sur le contrôle des écarts de compétitivité. Il s'agirait finalement d'organiser un fonctionnement cohérent des économies de l'Union pour que leur soumission à une politique monétaire commune n'engendre pas de distorsion dangereuse pour la stabilité de la zone. Mais on imagine bien que, définie en ces termes, une telle stratégie est encore bien plus difficile à concevoir et à implémenter, que la « simple » coordination des politiques budgétaires. On touche ici aux limites de ce qu'il est possible de faire au sein d'une Union Monétaire lorsqu'elle n'est pas ancrée sur une union politique.

---

<sup>29</sup> Rappelons que l'Europe a accumulé les excédents budgétaires durant le début des années 2000, alors qu'elle enregistrait des déficits commerciaux croissants.

## Références :

- [1] Banque de France (2012), « La crise de la dette souveraine » Documents et débats, mai 2012, n°4, p.63.
- [2] Banque mondiale (2009.), Financial structure data set,
- [3] BCEAO (2012) Rapport sur la politique monétaire dans l'UEMOA, Septembre 2012, p. 24.
- [4] FMI (2012), « WAEMU : Staff report on Common Policies for Members countries » Country Report, 12/59, 2012.
- [5] FMI, Sénégal (2012) : Troisième revue de l'Instrument de soutien à la politique économique et demande de modification des critères d'évaluation, décembre 2012.
- [6] Fondation pour l'Etude et la Recherche sur le Développement International (2012) « Etude sur l'évaluation des gains attendus de l'intégration régionale dans les pays africains de la Zone franc ».
- [7] Guillaumont Jeanneney S. (2002) « Bilan de l'intégration monétaire dans l'UMOA » Symposium du quarantième anniversaire de l'UMOA, BCEAO, 2002.
- [8] Guillaumont Jeanneney S. et S. J-A. Tapsoba, 2011, « Procyclicité de la politique budgétaire et surveillance multilatérale dans l'Union Economique et Monétaire Ouest-Africaine », African Development Review, 23(2), p.172-189.
- [9] Guillaumont P. et S. (1988), Stratégies de développement comparées, Zone franc et hors Zone franc, Economica, Paris, 1988, p.601.
- [10] Mario Draghi (2012) ; Conférence de presse du 6 septembre 2012.
- [11] Pattillo, Tsangarides et Van Den Boogaerde (2008), « Growth and Convergence in the CFA Franc Zone » Chapitre 11, in A Gulde et C. Tsangarides (2008), « The CFA Franc Zone, Common Currency, Uncommon Challenge », International Monetary Fund, Washington, DC).
- [12] Tapsoba S. J-A. (2009), Intégration monétaire africaine et changements structurels, commerce, partage des risques et coordination budgétaire, Thèse de doctorat soutenue à l'Université d'Auvergne le 3 mars 2009, p.40.
- [13] Sénégal (2009) : Troisième revue du programme soutenu par l'Instrument de soutien à la politique économique et première revue de l'accord au titre de la facilité de protection contre les chocs exogènes et augmentation de cette facilité, juin 2009.

## **SESSION 2**

**ROLE DES BANQUES CENTRALES DANS  
LE FINANCEMENT DE L'ECONOMIE :**

***LEÇONS DE L'EXPERIENCE DES PAYS EMERGENTS***



## **Abstract**

The financial sector is becoming more important because of the natural resource booms. The taxation of natural resource exports will generate large increases in revenues and this will transform the ability of governments to borrow in the markets for sovereign debt. These constitute temporary influxes of money : resources will deplete and debt must be serviced. Hence, to be sustainable, they must be channelled into productive assets. The public financial sector – central banks, sovereign asset funds, and development banks – has the critical role of administering this process. The implication of the resource discoveries for private investment is that since the economy will be growing rapidly, investment offers higher returns and lower risks. Investment demand will increase across a wide range of real assets. The financial sector needs to meet this demand for loans : raising the finance and allocating it to projects. The resource booms also have implications for the respective roles of the public and private financial sectors. To date the private financial sector has helped to finance public investment. The resource booms change this : governments will have far more revenue, and bankable investment opportunities will strongly increase. Hence, instead of funds flowing from the private financial sector to the government, they will need to flow in the other direction : surplus public revenues need to be allocated to private investments through the financial sector.



## INTRODUCTION : THE NEW OPPORTUNITY

The Franc Zone provides its members with a public good that has two important benefits – a low-inflation environment, and a common currency that spans many small economies. This public good has the potential to enhance the functioning of the financial sector, both public and private. That potential is about to become much more important because across West Africa the major new economic phenomenon is the natural resource booms. Senegal is an example : what until recently was an agricultural economy is being transformed by an array of resource discoveries. Burkina Faso is now a major exporter of gold. I discuss these developments more fully in my recent book (Collier, 2010). Here I want to focus on their important implications both for public finances and for investment and hence for the financial sector.

The implications of the resource booms for public finances are both direct and indirect. Directly, as new discoveries come on-stream, the taxation of natural resource exports will generate very large increases in revenues. Indirectly, this will transform the ability of governments to borrow in the markets for sovereign debt. When Senegal issued a sovereign bond two years ago the interest rate it had to pay was 9 percent. In contrast, when Zambia issued its first sovereign bond in September 2012, it was over-subscribed by \$12bn and the interest rate was only 5.6 percent. Zambia is a fairly typical African country, with fairly abundant natural resources and reasonable democratic governance. There is a major difference between borrowing at 9 percent and at 5.6 percent. Borrowing at 9 percent is extremely risky : unless the entire proceeds of the loan are well-invested in public assets the return is unlikely to cover the costs. In Senegal, as I will show, neither of these conditions looked to be credible. However, the potential to borrow commercially at acceptable rates enables resource revenues to be substantially scaled up.

The resource booms have important implications for both public and private investment. As to public investment, both resource revenues themselves, and the sovereign borrowing they permit, are temporary influxes of money : resources will deplete and debt must be serviced. Hence, to be sustainable, this new public money must be channelled into productive assets. The public financial sector – central banks, sovereign asset funds, and development banks – has the critical role of administering this process.

The implication of the resource discoveries for private investment is that since the economy will be growing quite rapidly, investment offers higher returns and lower risks. It is therefore likely that investment demand will increase across a wide range of real assets. An important role for the financial sector is in meeting this demand for investment : raising the finance and allocating it to projects. In raising the finance to meet the demand for investment, savings can potentially be attracted directly from the public sector, from domestic households and firms, and from foreigners. In allocating lending, the financial sector needs to develop much stronger capacities to assess risks and returns both at the level of the individual project and the sector. As to which sectors are most important, although governments often instinctively want to encourage investment in the resource sector itself, and also export diversification, the most important private investments are in those goods and services which are not readily tradable internationally, such as retail distribution. Within the non-tradable sector, expansion of the construction sector is particularly important. Investment goods are partly in the form of equipment and partly in the form of structures. Whereas equipment can be imported, structures have to be constructed domestically and the capacity to produce them can become a bottleneck.

Finally, the resource booms have important implications for the respective roles of the public and private financial sectors in scaling up public and private investment. To date, in much of Africa, the private financial sector has helped to finance public investment. There was a double rationale for this : the public sector wanted to invest but lacked tax revenues, whereas the private sector was not generating many bankable investment projects. The vehicle for this flow of finance has been domestic sovereign debt which has been held by the banking sector. In effect, the government borrowed money from the banks to finance public investment. The resource booms radically change this : governments will have far more revenue, and bankable investment opportunities will strongly increase. Hence, instead of funds flowing from the private financial sector to the government, they will need to flow in the other direction : surplus public revenues need to be allocated to private investments through the financial sector. The architecture of how public revenues can safely be used to finance private investment is one of the three new challenges facing the financial sector. The other two challenges are how the public financial sector can manage the flow of new revenues into public investment, and how the private financial sector can manage the flow of private savings, domestic and foreign, into private investment. The use of public finance for private investment is the most contentious of the three challenges and it is probably the least important, so I will leave it till last. First, I turn to the most important challenge – how the public financial sector can channel public revenues into public investment.

## **I - THE ROLE OF THE PUBLIC FINANCIAL SECTOR IN SCALING UP PUBLIC INVESTMENT**

West Africa is chronically short of public investment. Both contributing to and reflecting this shortage, governments currently lack the capacity to convert public revenues into good projects. The vital role of the public financial sector is to build and then utilize this capacity. Conceptually, it has two stages. First, a sufficiently high proportion of the new money must be ring-fenced for investment, protected from political pressures to use it for consumption. Second, the actual design, selection and implementation of public investment projects must be subject to much higher standards than has been customary.

### ***Ring-Fencing Public Money from Consumption***

Consider the first stage, which is about the political ring-fencing of revenues and borrowed money for public investment. It is evident that there will be periodic political pressures, notably around election times, to use such money for consumption. The challenge for the public financial sector is to be able to resist this pressure. The defences that can be built are a combination of rules, institutions, and support from citizens and their representatives. Ghana provides a good current example both of the political pressures and of how rules can be used to contain them. Upon discovering oil in 2007, the then government of Ghana instructed the central bank to issue sovereign debt. Once this money was borrowed, the government spent heavily in the run-up to the election. Inevitably, this spending included much consumption and ill-considered investment. However, Ghanaians swiftly learnt from these mistakes. In 2011 the legislature passed a constitutional amendment requiring that 30 percent of oil revenues should be saved. Laws on borrowing were also enacted. These are pertinent examples of how new rules can be used to guide the distinctive decisions faced by resource-rich countries. So what should the rules be ?

Budgets in resource-rich countries are essentially decision processes for allocating revenues to a variety of expenditures. Over recent decades two principles of good budgeting

have been widely accepted ; one macro the other micro. The macro principle is that aggregate expenditures should be kept broadly in line with aggregate revenues (which for present purposes we will treat as exogenous). Commonly, this principle has been encapsulated in the balanced budget rule which sets ceilings both for the fiscal deficit and for the ratio of debt to GDP. The micro principle is that the marginal benefit of expenditures should be equated across categories. Since it is reasonably assumed that priorities will change over time, this principle has been encapsulated in the integrated budget rule which discourages pre-commitments of revenues, and earmarking of particular revenue streams, to particular items of expenditure.

Resource-rich developing countries face distinctive fiscal problems, the solutions to which involve distinctive principles. They therefore need distinctive rules which encapsulate these principles. At the core of the distinctive problem is that, unlike other countries, the key revenue source for government spending is unsustainable. Manifestly, this is not a marginal problem : unless it is properly faced the consequences for welfare are liable to be disastrous. Hence, we should not expect it to be adequately dealt with by minor tweaks to the budget process. It is particularly problematic because inter-temporal resource allocation is an issue that standard budget procedures barely address : budgets are essentially devices for annual commitment. At the most, governments announce Medium Term Fiscal Frameworks, but these are essentially informal statements of intentions over a three year horizon ; not only do these statements of intent have only limited credibility, there is no intention that they will bind a successor government beyond an election.

The distinctive principle for a resource-rich country is that a certain proportion of revenues should be saved, whether in financial assets or domestic investment. Conventional budgeting processes are inadequate to deal with this problem in two important respects. First, they lack any mechanism for inter-temporal commitment, most especially over the horizon of around a generation which is likely to be required for resource depletion. Commitment technologies are valuable to governments to reduce the risk of temporary lapses resulting from random short term political pressures : that is indeed why they adopt the balanced budget rule and the integrated budget rule. But in the case of savings out of resource revenues a commitment technology is even more important. It is not just that without it there is a risk of a random lapse ; rather, without it the incentive to save is reduced even for a good government. Without a commitment mechanism, the savings of one government may merely transfer spending power to a bad successor. Indeed, the rationale for saving depends upon the current government believing that all future governments will behave prudently. In the absence of a rule, a good government may reasonably decide that it is better to spend all the revenue now on items that it regards as desirable, rather than risk its savings being spent by a successor government on items that the current government regards as less valuable. Worse, without a commitment technology, as wealth accumulates the incentive to be a rogue government that favours only expenditure on consumption actually increases. Hence, a long-term savings rule is not a mere nice-to-have addition to the standard budget rules, it is paramount.

Second, because the balanced budget rule is defined in terms of expenditure relative to revenues, it misses the key required distinction between expenditure on consumption and the acquisition of assets. Domestic investment, which is aggregated under the balanced budget rule with consumption as expenditure, is the activity which for a resource-rich country it is most important to distinguish. Hence, the recent practice of modifying

the balanced budget rule so as to exclude resource revenues – through concepts such as ‘the non-oil fiscal balance’ – has only limited analytic basis. Indeed, the government of a resource-rich developing country which actually constrained total expenditure to be equal to non-resource revenue would be massively misallocating its resource revenues, both under-consuming and under-investing. Conventional budget rules cannot be restored to relevance simply by setting resource revenues to one side. Rather, the principles underlying the optimal management of resource revenues must be woven into the foundation of a distinctive set of budget rules.<sup>30</sup>

### ***Rules for Offsetting Depletion***

Savings from resource revenues need to be substantial, and in most circumstances the actual rate of saving out of revenues should rise over the course of depletion : all revenue from the last barrel of oil should be saved, otherwise it is unsustainable. How best might this principle of a rising savings rate be incorporated into rules ? Formulating a rule involves a trade-off between accuracy and simplicity. The less accurate is the rule the more sub-optimal the allocation it will generate and the more subject is it to challenge and change. However, it is more difficult to build a critical mass of citizen support for a complex rule than for a simple rule. A sensible compromise between accuracy and simplicity may be to have a rule in which the savings rate starts at some modest rate, rising annually through the lifetime of extraction. For example, the revenues from an oil discovery with an economic life of 20 years might start with a savings rate of 30 percent, as in Ghana, and rise annually by three percentage points so as to end at 90 percent. Would such a savings rule be practical politics ? Arguably, it might be more practical than a rule for a constant savings rate that cumulated to the same asset value. Evidently, it is easier for politicians to commit to the formula ‘God make me good, but not yet’. This is, indeed, the explanation for the infamous ‘weeping willow’ pattern of medium-term budget projections : the government acknowledges that this year spending will rise, but reassures markets that this will be reconciled by future fiscal tightening. Yet in respect of savings from natural resource revenues, such a behaviour profile is actually optimal : the politically easy is the appropriate decision.

### ***Rules for Managing Volatility***

One simple principle for smoothing expenditures in the face of revenue volatility is a hedging rule : governments should lock into budget assumptions by hedging resource revenues for the forthcoming year. This, for example, is already being done by the government of Ghana. A more complex, but fundamental principle is that governments should make an assessment of optimal expenditure : that level above which revenues should be parked, and below which expenditures should be sustained by drawing on liquid assets. It is important to ground this estimate in realism. One approach is a Chilean-style panel of independent experts. Another is to adopt a mechanical rule such as a long-term moving average of commodity prices. The mechanical rule has the advantage that it cannot be as readily manipulated by political pressure and is more transparent. Further, it is manifestly not a forecast and so it is easier for citizens to understand that it is liable to be wrong and so needs an override rule as a second line of defence. That second line of defence is a further rule, namely that if liquid assets become dangerously depleted due to a run of misfortune, expenditure needs to be reduced pre-emptively below its optimal level rather than risk an abrupt collapse in expenditure upon the exhaustion of liquid assets. A simple

---

<sup>30</sup> Collier (2012), available on request.

and effective formulation for the rule is that in no year may more than a certain proportion (such as a quarter) of the remaining liquid assets be withdrawn. In the event of persistent over-optimism in revenue projections this imposes a gradual adjustment to reality. The final rule specifies the target level of liquid assets. This is analogous to the conventional target for foreign exchange reserves, commonly specified as so many months of imports. In the case of resource revenues, the numeraire should evidently be the revenues themselves rather than imports : hence the rule would be that liquid assets for purposes of smoothing revenue volatility should be built up to a certain multiple of resource revenues. The actual multiple can only be determined by studying the expected volatility of revenues and the damage that expenditure volatility would inflict.

In equilibrium the government will thus be holding foreign financial assets for two different purposes, expenditure smoothing and offsetting depletion. There is a good case for holding these assets in separate funds, with distinct rules. The key difference is that the depletion offset fund needs to be protected from being plundered to finance consumption. As discussed above, the distinctive challenge facing resource-rich societies is the need for commitment to long term asset accumulation. Hence, this needs to be embodied in the rules of the depletion offset fund. The rules cannot, however, be as simple as saying that financial assets cannot be liquidated, since it will be optimal gradually to shift the composition of the fund from foreign financial assets to domestic investment. Hence, the rule should be that assets cannot be liquidated to finance consumption. To distinguish this accumulation of both foreign and domestic assets from a conventional Sovereign Wealth Fund, I refer to it as a Sovereign Development Fund. In contrast, this is the part of the legitimate purpose of the smoothing fund. It is not the only purpose, since the fund is meant to smooth all expenditure, both on consumption and investment. Hence, for this fund, the rule should be that the assets cannot be liquidated to finance expenditures in excess of the planned expenditure. Further, it might be useful to place the implementation of the hedging rule within the smoothing fund : analytically, it is a means of achieving expenditure smoothing, and politically it enables the Finance Minister to be distanced from the decision to spend money on any particular hedge which may or may not turn out to have been vindicated by events. The purpose of the fund is thus to make expenditure resilient to revenue shocks, whether by hedging or by the accumulation of liquidity, and so I term it a Sovereign Resilience Fund.

### ***Building Capacity for Public Investment***

The second stage in converting public money into productive public investment is to build the capacity to invest. I term this investing-in-investing. The IMF and World Bank have recently benchmarked public investment processes for 71 developing countries with a Public Investment Management Index. This has four components : project appraisal, project selection, project implementation and project evaluation, and each is scored on a scale of 0-4. Fortunately, six of the eight BCEAO member countries have been benchmarked and I present the results in the Table below.

**Table 1 : Public Investment Management Index for BCEAO Countries**

Country	Overall PIMI	Appraisal	Selection	Implementation	Evaluation
Mali	2.16	3.17	2.4	1.73	1.33
Burkina Faso	2.09	1.17	3.2	2	2
Cote d'Ivoire	1.87	3.5	1.2	1.47	1.33
Benin	1.56	1.17	2.4	2.67	0
Senegal	0.94	0.83	1.6	1.33	0
Togo	0.92	1	0.8	1.2	0.67

Source : Dabla-Norris et al (2011).

To get a sense of what is possible South Africa has an overall PIMI score of 3.53 and Brazil of 3.12, so scores below 2.0 which characterizes four of the six countries are very troubling. Note, for example, that while Senegal was borrowing money at 9 percent, its capacity to undertake public investment as measured by the PIMI was extremely low, at only 0.94. Borrowing at such high rates in these circumstances was evidently irresponsible yet the public financial system in Senegal was not in a political position to restrain the government : it lacked rules, institutions and a critical mass of informed citizens, so these things need to be built.

However, what is striking about the PIMI scores for the BCEAO countries is not that they are low, but that drilling down in detail, they are very variable. For example, Cote d'Ivoire is exceptionally good at project appraisal, although very bad at everything else. Rather than the difficult task of learning from South Africa or Brazil, suppose that the member countries of the BCEAO learnt from each other. Specifically, suppose that all countries raised each component of the index to the best level already attained by any member. So, appraisal would be modelled on practice in Cote d'Ivoire, Selection and Evaluation on Burkina Faso, and Implementation on Benin. This would raise the PIMI to 2.84, placing the BCEAO countries collectively as the fifth best among the 71 developing countries rated, on a par with Thailand. I see no overwhelming obstacle to the BCEAO facilitating such learning, for example, encouraging Burkina Faso to learn from Cote d'Ivoire and Cote d'Ivoire to learn from Burkina Faso.

Where institutionally should the capacity to appraise, select, implement and evaluate public investment projects be lodged ? It is a set of public financial skills that are probably best not subsumed within Ministries of Finance. The core job of a Ministry of Finance is to run the annual budget, and so its institutional DNA is not well-suited long term financial thinking. Sound instincts for long term financial management are more naturally found in central banks. Hence, my suggestion is that such capacity should be lodged in Sovereign Development Funds operated under the joint auspices of the BCEAO and the national Ministries of Finance. Indeed, by building some common capacity across member states, it would be possible to economize on scarce but necessary skills. To be clear, the purpose of such a Sovereign Development Fund would not be to take public investment out of the national budget process, but rather to reinforce decision taking with semi-independent expertise that had the authority to vet proposed projects.

## II - THE ROLE OF THE PRIVATE FINANCIAL SECTOR IN SCALING UP PRIVATE INVESTMENT

The past role of the private financial sector in financing public investment through holding government debt gave the banking system an easy life : it took in deposits from households and firms and passed money on to government. It did not need to develop the skills necessary for profitable finance of private investment. The prospective boom in private investment makes it imperative that these skills now be developed, but it is not clear that the traditional banks are well-suited to this role. The core private business of most African banks is not the finance of long-term investment, but the finance of working capital and trade credit. This is necessary, but not sufficient.

In a modern economy private investment has two dominant components : households invest in housing, and firms invest in equipment and structures. Housing is the single most important component of investment, typically around half of all tangible assets. In West Africa this simply has not happened. The financial sector relates only to high-income housing, leaving the potential mass market of housing for ordinary urban households completely unmet. Conversely, firms find it extremely difficult to raise the long-term risk-bearing finance needed for fixed investment in equipment and structures. I will therefore focus on these two unmet needs : mortgage finance for simple urban housing, and long-term risk capital for firms.

### *Housing finance*<sup>31</sup>

Commercial banks have administrative cost structures which preclude their entry into the finance of mass housing. In the 19<sup>th</sup> century Britain urbanized, at a pace and at income levels broadly comparable to Africa now. That urbanization triggered innovation in the mortgage market : the invention of building societies. They were able to out-compete banks because they had much lower administrative costs and much lower risks and so could work on narrower spreads. Their lower costs reflected their specialization in long-term, low-risk lending : the setup costs of a loan could be spread over many years and default was limited by good collateral. Not only were spreads low, but in 19<sup>th</sup> century Britain inflation was low, so that nominal interest rates could be low. As a result, the repayment of a loan was not artificially accelerated by the erosion in real terms of the principle. With low administrative costs and a substantial branch network, building societies were able to lend at repayment rates of around 5 percent per year. They were also able to build a large deposit base from ordinary savers. While lending very long and borrowing short was potentially a recipe for a run on deposits, the conservative business model protected them from insolvency and the central bank protected them from illiquidity. In the 19<sup>th</sup> century it was the banks rather than the building societies that faced runs on their deposits.

Although some African cities have building societies, they cater to either high-end housing, or to civil servants. The task is to reinvent them for ordinary housing. To get an order of magnitude for housing finance that would be enable the purchase of a decent home by a non-elite household, we need some assumptions as to the debt service that is viable, and the cost of a house. Based on typical rental rates in Dakar, payments of interest and principle would be affordable to the occupants of informal housing at around \$500-\$800 per year. Suppose that the unit cost of decent housing could be reduced to around

---

<sup>31</sup> The discussion of housing finance draws on Collier and Venables, 2012.

\$15,000. Then, a mortgage of around two-thirds of the cost of the house would be viable at an interest rate of around 5 percent. Further, with the advent of e-banking, the scope for mass savings has been demonstrated : the M-KOSHA scheme in Kenya attracted over a million savings accounts in its first year of operation. There is evidently potential for building societies to use e-technology to harness this depositor base.

However, for housing to function as low-risk collateral, building societies need other conditions to be met. Legal title has to be clear, and court processes reliable. Further, systems whereby a lender can cheaply observe the credit history of the borrower, whether there are other liens on the property, and the actual occupancy of property (to establish whether it is tenanted) are needed. Housing must be affordable, of standard design, and built to enforced standards, so that it can readily be accurately valued. African housing investment has been affected, directly and indirectly, by public policies that have prevented the formal sector from providing housing that meets these requirements : for example, building standards have been set too high. These standards have not been enforced beyond the remit of the formal sector, and so if informality were efficient urban Africans would be well-housed. Informal builders would build decent homes cheaply ; informal finance would finance them cheaply ; informal dispute settlement procedures would restrain opportunism ; community processes would coordinate to provide the public goods of settlement ; and the market itself would internalize the value of rising density. Yet ordinary urban households are not well-housed : the typical living quality provided by informal housing is pitiful, and it also fails to provide the resident labour force with sufficient proximate opportunities for decent incomes. For investment in housing to happen on a large scale through formal channels requires a series of supporting conditions. Unit costs of construction in the formal sector must be low enough to be affordable by ordinary urban households. Legal title must be secure, marketable and support collateral and rental. Finance must be available and affordable both for small construction firms and for mortgages. Infrastructure must be planned and provided in advance of settlement, and residential services must swiftly be forthcoming subsequent to settlement, while both must be financed by capturing a share of the value added to productivity by density. The location of settlement, transport infrastructure, and public regulation must be supportive of income opportunities. Each of these is not merely vulnerable to inept policies ; it is in need of appropriate policies.

The persistence of multiple impediments is because the payoff to policy reform in any one of these areas in isolation is very limited, given that the others remain and will in aggregate be binding. Since each is the responsibility of a different group of policymakers, the rational strategy for each policy team is inaction. The potential for urban housing can be unleashed only by a coordinated push across a wide range of policy teams. This in turn requires that housing policy be elevated politically. Within African governments, Ministries of Housing largely restricted their focus to the provision of housing to senior civil servants, and the maintenance of inherited formal regulatory standards which conformed to international practice. Meanwhile, among international thinking on African housing policy, the prevailing view has become that the priority is to help informal housing to work better rather than to make formal housing investment work for ordinary households. Such an approach accepts rather than confronts the lack of coordination.

### ***Long-term risk capital for investment by firms***

Private finance for investment has had two fashions : local stock markets and micro-finance.

However, neither of these is important for the growth process. Stock markets have proved to be insufficiently liquid to be other than decorative, and micro-finance focuses on micro-enterprises whereas what matters is finance to scale up established firms. The pertinent financial mechanism is neither social enterprise nor stock markets, but venture capital.

Venture capitalists typically provide not only long-term equity but management expertise. This hands-on role both builds the human and organizational capital of the firms in which they invest, and provides a flow of information whereby investors can continuously update their judgments, learning where to put in extra capital and where to write off losses. In turn, venture capitalists either risk their own money or raise it in international capital markets. Market conditions have never been better for raising finance for venture capital in Africa. International portfolio managers have been forced to recognize that prospects for OECD economies are far worse than they had expected, implying both lower returns and higher risks, whereas Africa has become the fastest growing region in the world. Since current portfolios hold virtually no African assets, over the next few years there will be considerable movement of capital. The remarkable investor appetite revealed for Zambian sovereign bonds is indicative of this rapid shift in investor perceptions.

The typical venture capital firm that can operate successfully in West Africa will have a mixed team of international and local expertise. It may usefully be twinned with business schools that can deepen business skills. BCEAO may need to review regulatory arrangements to ensure that they are conducive to the sector.

### **III - THE ROLE OF THE PUBLIC FINANCIAL SECTOR IS SCALING UP PRIVATE INVESTMENT**

Finally, I turn to the contentious issue of whether public finance should be channelled to private investment.

The record of national and sub-regional African development banks is discouraging. Intrinsic to banking is the exercise of judgment, and this implies considerable room for discretion : lending decisions cannot be mechanized. But discretion exposes decisions both to corruption and to accusations of corruption. Given the heightened suspicion of government current in West Africa it is doubtful that the pre-conditions yet exist for successful general purpose development banks that lend on a discretionary basis on business propositions.

Consider each of the proposed three components of the private financial sector : banks, building societies, and venture capital firms. The banks will automatically have more finance available for private firms as the government ceases to need to borrow domestically. In the limit, the government can start buying back its domestic debt – quantitative easing - thereby transferring public money to the banks in a way that avoids any moral hazard. This would force the banks to develop the skills with which to deploy the money in the private sector. Channelling public money to venture capital firms would be extremely risky : the essence of successful venture capital is that firms should have their own money at risk. Performance of venture capital firms is difficult to observe and so the scope for corruption would be considerable.

In contrast, to the banks and venture capital firms, channelling public money into building societies has several advantages. To avoid the perception of corruption, public financial institutions should not themselves take on the functions of building societies. Rather,

the Sovereign Development Fund should lend money to them, while the BCEAO supervises them to ensure that they are properly managed. In Britain, the failure to adequately supervise Northern Rock produced the first bank run in 150 years.

The case for providing public money for ordinary housing is a strong one. Even Chile, which has a very tightly-managed public sector, subsidizes private low-income housing investment. The first advantage is that it is low-risk : the underlying assets that function as collateral have value that does not depend upon many unobservable and uncontrollable aspects of the investment, unlike finance to enterprises. The second advantage follows from the political economy of the housing sector : many of the determinants as to whether housing is good collateral, such as the functioning of the legal environment and the provision of supporting infrastructure, are under the control of the government itself. By making a significant investment in the housing sector through finance for building societies, the government increases its incentive to reform housing policies. Third, housing has important employment externalities. Its construction employs low-skilled young men who might otherwise be a source of social trouble. Fourth, it has important political externalities : its ownership by ordinary households builds a class of people with an economic stake in the polity : houses are the classic foundations of a 'property-owning democracy'. Fifth, decent housing has health externalities such as improved sanitation, and education externalities such as the enhanced ability of children to do homework. Finally, urban housing has growth externalities : decent urban housing will usually be multi-storey in contrast to single-storey informal housing. This enables economic density to be increased without overcrowding. Increased economic density is itself an externality since it enhances the demand for local businesses.

Recall that in a well-functioning economy investment in housing is not marginal : it is typically around half of all tangible investment. Hence, if the public financial institutions focus on transferring public money to this type of investment they are not merely wagging the tail of the dog : they are wagging the dog !

## **CONCLUSION**

West Africa is at a promising moment of economic opportunity provided by its resource discoveries. The lesson of Nigeria tells the region that this opportunity is not automatic : harnessing public revenues to sustained development is challenging both politically and technically. The financial sector is critical for this process : its institutions are the systems of governance and decision which determine whether revenues are invested productively or spent unsustainably.

There are some tempting sirens of fashion. Under current market conditions it is tempting to issue sovereign bonds. But until the crucial task of investing-in-investing has been undertaken the money raised could not be well used. Modernity appears to beckon through the establishment of conventional Sovereign Wealth Funds. But such funds would lock money away in very low return foreign investments and so would be irresponsible. Politicians will surely wish to revive general purpose development banks, offering their appointees discretion in handing out money to firms. It is clear where this would be likely to lead : back to the past.

Instead, I have suggested some practical initiatives. In the public financial sector two new institutions are needed : Sovereign Development Funds and Sovereign Resilience

Funds. The former ring-fence for investment a legislated share of resource revenues, together with all money borrowed abroad. They also build the capacity for public investment, thereby servicing the investment component of the national budget. Sovereign Resilience Funds hedge revenues to protect the budget in the short term, and save surplus revenues to smooth expenditure over the medium term. In the private sector I have suggested encouraging building societies to provide finance for low-cost formal housing, built by the private sector. At the other end of the asset spectrum, I have advocated the encouragement of venture capital firms providing long-term equity finance for established enterprises. Finally, while being cautious regarding the channelling of public revenues to private investment, I have suggested that there is a strong case for public finance to be channelled into building societies. If depleting natural assets are converted into decent affordable housing through an efficient financial sector the next generation will thank you.



**COMMENTAIRES DE MADAME SARAH O. ALADE,  
VICE-GOUVERNEUR DE LA BANQUE CENTRALE DU NIGERIA**

Thank you Chairman and all protocols observed as we say in Nigeria. I hope I'll be able to stay within the 10 minutes. I'll try.

Thank you very much, Paul for that very incisive paper. I have read the book and that is something we have discussed at various meetings. I know that we can not be faulted. It's very good and it is one of the things we've already said in Nigeria. If we have followed these kind of principles. Probably we'll have several notices above where we are today, so you know I line myself with most of the themes that he has talked about.

My comment however is going to be born out of the experiences that we have in the country. You know, the principles are that, when you are a resource rich country, you want definitely make sure that the additional resources that you have, is well invested for the benefit of the economy at large. Now the important thing is that some of these rules that we need like, he has talked about should be there before we start enjoying these resources, because once you have the resources coming in then it becomes difficult to manage. So rules first, and when we start exploiting oil, gold or whatever it is. How are we going to be sharing or what are we going to be doing about it ?

So I will go briefly about what we have done and then I make comments on some other things. Paul has talked about financial sector, using the resources from financial sector to increase public investment and he has spoken about ring-fencing revenues for public investment. Sovereign Wealth Funds, Sovereign Wealth development Funds or whatever you call it, is necessary, it is one thing that we have. I think in Nigeria, it is 15 years after that we are now trying to do that. But a few years ago, we did try to have an excess crude account what we call excess crude account in which we have a rule, fiscal policy rule and anything about that benchmark, the money is saved in the excess crude account. By the time of the financial crisis we had over twenty billions dollars in the excess crude account and that is what we use that actually solve through the financial crisis without the government having to go into massive borrowings at that time. So it is important that you have savings once you have this kind of resources.

Now we have a Sovereign Wealth Fund which, we're hoping, will really take off and fly. Our Sovereign Wealth Fund has encapsulated the three things that Paul was talking about one or few of the issues, he mentioned. The Sovereign Wealth Funds in Nigeria, a third of it is to set up for the future generation which means we will not be touching it. A third is for infrastructure development, and another part of it, is for budget support to smooth expenditure and ensure that when government has I mean whatever government is spending or whatever level it is, if oil resources or revenues fall, the government is able to call on it. But it is important that the government is also able to control consumption. Consumption is one concern that when you go into it, large employment, during election and whatever to be able to do it, it is very difficult to reduce. Reducing consumption expenditure from my own experience has been very very difficult. We have been able to start again with the new Minister of Finance to be able to do with incremental, may be by 2.2 per cent of GDP to gradually reduce over the medium term and then you also need oil price budgeting whatever your resources, are rules or resources budgeting rules and he also mentions the need to build capacity.

Now the question then, let me just finish with what he has said. Apart from the Sovereign Wealth Fund, Paul has also talked about the need for micro issue that what sort of assets ? That's we should be able to invest in domestic assets rather than taking it outside and in a minus one or whatever the interest rate is now. And fortunately we also have some of our own resources outside the country. I know that those of you who were at the meeting with ADB in Tokyo, part of what was discussed there, was the need to be able to use maybe a fraction of the results whatever we are able to save to be able to use them for infrastructure bonds within the country. I know that the discussion is on going and it is one thing we encourage the ADB to follow to.

Now my comment is on like the chairman said, what sort of financial system ? As the central banks want to deliver in the face of these enormous resources or additional resources that we have. And I ask what sort of financial system, will really deliver growth. Yes, central banks are concerned with price stability. It must be price stability with a view to something. We have seen, ignored but the question is always yes it is price stability, financial stability or the other things we lead for the government. The government will create employment, government will take care of structural issues to fix the economy. But if we have a role, we just talk about the financial system, what sort of financial system will then create the growth that we want.

This morning we are talking about inflation, we have also talked about unemployment it's tearing us on the face. We have developed, those who have developed have developed without jobs, the development has been without the necessary jobs that we need to. So we don't need to have a financial system that we will be able to channel credit to the most essential area of the economy. In Nigeria we had discovered that the financial system inspite of the enormous resources that we have and they were able to channel only to stocks and Blue Cheap Companies. Blue Cheap companies have and even the oil sector which is an enclave economy. The small and medium enterprises are let behind, the massive jobs creating areas that we want them to focus on, haven't been focused on.

Agriculture which in Nigeria and in most West African countries employs about 70 per cent of the population has not enjoyed the kind of credit that is needed too. If we have this kind of resources, shouldn't we now focus in these areas ? So that the growth will be sustainable and what to do or what do we do to encourage the financial system, what are we supposed to do to encourage them to lend to the proper area ? Of course we do have other problems like the fact that infrastructure is not there which is one of the thing that discourage the financial system from lending to agriculture. You don't have solution if the bank lends money and you can't pay or you refuse to pay, you know enforcement contract or something is also not there. We have all these kinds of issues, and we have issues with Infrastructures.

In Nigeria we are struggling with the issue of power and we believe that if the problem of power is solved, it will generate massive employment, self employed-men people who will not even look at government jobs or any other things. So what sort of financial system can we have in the face of these enormous resources created ? So what we have done as the central bank which is a subject of lot of things. We have put in place to encourage the financial system, our banks, to be able to lend to the real sector ; we have put in place agricultural schemes. Some of them date back, as in some 30 years ago, was just trying to revenge to look at how effective they have been. We have an agricultural credit guarantee scheme and we have a SMEs Credit Guarantee scheme. Nigerian Central Bank Risk Sharing System for agricultural lending. We have found out that one of the reasons why agriculture

in the West Africa sub-region unlike in East Africa and South Africa, does not enjoy credit, is because of the risks. You have a small farmer who plants tomatoes, is responsible for planting, for transporting and for whatever. So by the times he transports from his farm to where the tomatoes will be consumed, 50 per cent, 60 per cent is already lost, so we had the risks, we are risking this and then encouraging farmers to be able to, if you are into transportation of agricultural products, you are just into transportation and the bank will lend you money for this, if you are into processing of tomatoes, you will then be into processing of tomatoes. So I don't wish we look at these kind of things, go beyond these resources, the natural resources will have been exhaustible, one day, one day no matter how many years, we believe it is going to be exhausted.

So these are the other things that we will have, people will have jobs, people will be able to then have houses like he's talking about housing. Yes housing is very important and we must be able to provide shelters, we must also be able to have food security and then we must be able to do things. So central banks must be able to look how we partner, what do we do to create these kinds of jobs that we need. Thank you very much.



**COMMENTAIRES DU DOCTEUR LUIZ EDSON FELTRIM,  
VICE-GOUVERNEUR DE LA BANQUE CENTRALE DU BRÉSIL**

I would like to thank the Banque Centrale des Etats de l’Afrique de l’Ouest (BCEAO) for inviting the Central Bank of Brazil to participate in this Symposium. I also wish to congratulate the BCEAO for its Fiftieth Anniversary, an event that indeed represents a remarkable achievement given the progresses towards its objective of macroeconomic stability for its member countries and economic integration among them.

On the subject of this session, Professor Collier has presented an excellent and thought provoking paper providing suggestions for use in a sustainable and efficient way of the increasing revenue coming from the natural resource booms that West Africa is experiencing. The paper focuses on policies for both the public finances and the private financial sector – and their role – in channeling the new money into productive assets. It would indeed be a welfare improving strategy to convert the income from the natural resources into real productive assets in the economy to generate more permanent fiscal revenues in the future, replacing those resources flows that could be depleted over time.

I agree with the main features proposed by the author concerning the optimal management of resources by the public sector – the need for saving over time and the way the resources should be saved. At the initial stage, I see also the need for the public sector to use a meaningful amount of resources revenue with the objective of developing the necessary human capital – specifically through education and health. Such a policy will certainly be helpful to support both the objective of poverty reduction and of creating the necessary expertise for managing the resources – both in the public and private sector – and of implementing the required institutional framework in the economy. This includes Professor Collier’s proposed Sovereign Development Funds and Sovereign Resilience Funds, or similar mechanisms to smooth the use of resources.

The policy of ring-fencing public money is right and fundamental. Still, managing fiscal resources would be a difficult task for any public administrator, and the appropriate use of natural resources income would not be different and perhaps even more challenging as indicated by Professor Collier. The authorities should follow the strategy of building “the commitment technology”, a combination of rules, institutions, and support from citizens and their representatives to implement the project.

On the central bank’s role, I would add that the use of natural resources has also macroeconomic and prudential implications. It involves internalizing the flows of foreign currency into the domestic economy coming from export revenues. Monetary and fiscal policies are the instruments of controlling the pace of flows, to absorb gradually the resources to avoid undue expansion of liquidity domestically in order to preserve macroeconomic stability. In this context, the central bank should be equipped with adequate instruments to offset the excessive inflows. In the prudential area, the injection of additional liquidity into the financial system allowed by the public sector surpluses requires adequate supervisory and regulatory framework to ensure a sound intermediation and resource transfers to the private sector.

The author noted that “market conditions had never been better for raising finance for venture capital in Africa” and the reason would be that “Africa had become the fastest growing region in the world”. However, I would be more cautious in this regard. Capital inflows in large proportion to the size of the recipient country’s economy tend to generate

unsustainable imbalances, especially in the external current accounts. Macroprudential tools are still less effective in avoiding excesses regarding these types of financial flows. In the event of liquidity shocks in the major financial centers, the reversal of flows can have damaging impact on the domestic economy of recipient countries, especially countries that do not issue reserve currencies. The recent experience in some economies in the Euro area and those of emerging markets in the past episodes call for a prudent approach regarding capital inflows. As these flows result in external liability, an optimal policy would be to direct these flows towards tradable sector that would self finance by generating future export income, but such an ideal allocation seldom materializes.

Finally, I would like to comment specifically on the idea suggested by Professor Collier, his suggestion of allocating part of the public financial resources to building societies. I see merit in the suggestion given its potential externalities for the entire economy. Nonetheless, the paper itself highlights several difficulties currently in the financial sector in general that need to be overcome, such as the absence of long term financing in view of perceived risky environment. In housing sector, in particular, it is essential that an appropriate legal structure is in place, including a reliable court processes for housing to function as low risk collateral. The building of such a structure tends to be time consuming. For instance, an important element in the framework would be an adequate bankruptcy law, an issue that took several years of discussions in Brazil to be approved by the Legislative. In addition, the recent financial crisis experienced by the advanced economies - the sub-prime mortgage crisis - has also shown that we are still in the evolving process for what means as the best practice in the field of housing financing.

Thank you !

**COMMENTAIRES DE MONSIEUR DEEPAK MOHANTY,  
DIRECTEUR GENERAL A LA RESERVE BANK OF INDIA**

I thank Governor Kone for this privilege to discuss this interesting paper by Paul Collier. As the celebrated author of the book *The Bottom Billion* and as the Director of the Centre for the Study of African Economies, Paul has a deep knowledge and scholarship of the African Region. This is reflected in his paper on "Deepening Financial Markets in Francophone West Africa". The paper focuses on the role of financial sector and public policy in dealing with the issues related to natural resources boom in West Africa and suggests ways to prevent this resource blessing from turning into a resource curse due to mismanagement.

I am neither an expert in African economies nor a political economist. But several issues in the paper resonate with me as I come from a developing country. In my brief comment, I attempt to encapsulate Paul's framework and his broad recommendations and see those in relation to the literature on the subject and also highlight the Indian experience in infrastructure financing before drawing some lessons on the way forward.

***A Brief of the Paper***

First, Paul foresees that public finances in West African economies could undergo a transformation because the new natural resource discoveries not only enhance the ability of the government to generate large revenue streams by taxing exports but also enable it to borrow in the markets for sovereign debt. The natural resources boom also brings with it certain challenges for public and private investment. Given the temporary nature of the resources, the government needs to be cautious about the revenues generated from them and the debt service commitment arising out of the borrowing they permit and find ways to channel the new found funds into productive assets.

Second, financial sector has to develop stronger capacities to assess risks and returns at both the individual project level as well as the sector level. Resources booms also have important implications for public and private financial sectors in scaling up their respective investment. In this context, Paul identifies three key challenges, which are (i) how the public financial sector can manage the flow of new revenues into public investment, (ii) how the private financial sector can manage the flow of private savings into private investment and (iii) how public revenues can be safely used for financing private investment ?

On the first challenge, Paul emphasises the vital role of the public financial sector to build and utilise the capacity to convert public money to projects by ring fencing the new revenue generated through natural resource boom for investment. Recognising that resource-rich developing countries face distinctive fiscal problems stemming from the unsustainable nature of the key revenue source for government spending, he calls for solutions which involve saving a proportion of such revenues in financial assets or domestic investment. He also notes that the present balanced budget rule fails to distinguish between consumption and investment expenditure, and therefore advocates two sets of rules - rules for offsetting depletion and rules for managing volatility.

Under rules for offsetting depletion, he recommends that the savings rate may start at some modest rate but rise annually through the lifetime of extraction of the natural resource. Under rules for managing volatility, he suggests that liquid assets to smooth

revenue volatility should be built up to a certain multiple of resource revenues. He recommends that the government's holding of foreign assets for these two purposes - expenditure smoothing and offsetting depletion - be maintained in separate funds, i.e., the Sovereign Development Fund and Sovereign Resilience Fund, respectively, each having distinct rules. While the rule for offsetting depletion would prohibit liquidation of assets to finance consumption expenditure, the rule for expenditure smoothing would prohibit liquidation of assets to finance expenditure in excess of planned expenditure. The Sovereign Development Fund is to be operated under the joint auspices of the BCEAO (the central bank) and the national ministries. On building the capacity of the public sector to invest, Paul suggests improving the standards of public investment projects through collective learning by countries in the region from each other, with the central bank facilitating this process.

Addressing the second challenge, Paul notes that with government having increasing revenues generated from resource boom which may be channelized into bankable investment projects, the requirement for financing public investment from private financial sector would progressively come down. The financial sector would, therefore, have to look for alternative avenues for investment. As formal channels for housing finance are limited in this region, Paul calls for meeting the requirement of low cost housing through bank finance and long term risk capital for private investment through venture capital firms.

Finally, addressing the role of public financial sector in scaling up private investment, Paul suggests : (i) buy-back of domestic public debt by the government, which puts back money into banks which can then on lend to the private sector and (ii) investment in building societies through the Sovereign Development Fund under the supervision of the central bank.

### ***Review of Literature***

I now turn to some literature on the subject of fiscal policy for resource rich developing countries (RRDCs). A recent background paper by the IMF staff team<sup>32</sup> highlights the challenges of resource rich developing economies which, in addition to revenue exhaustibility and volatility, also include lack of access to international capital markets and domestic capital scarcity. Paul's view that a significant proportion of the revenue generated from natural resources should be saved is shared by the IMF paper which notes that while some frontloading of consumption may be desirable given the pressing development needs of these countries, a high proportion of resource revenue should go to savings and domestic investment to generate lasting development gains.

They observe that the savings from resources flows to build up productive capital has been very small in a number of RRDCs and some countries have negative 'genuine' savings (i.e., savings adjusted for depletion of natural resources) and have not built their capital stock fast enough to close large infrastructure gaps. They note that while public investment rates have increased during the recent resource boom, investment quality suffers from relatively weak capacity. They, therefore, call for the tackling of absorptive capacity constraints to promote efficient spending. They also feel that RRDCs need to avoid boom-bust cycles by working to delink spending from the volatility dynamics of resource revenues. They develop new macro-fiscal framework and policy analysis tools for RRDCs that could enhance IMF's advice to these economies.

---

<sup>32</sup> International Monetary Fund (2012), Background Paper on 'Macroeconomic Policy Frameworks for Resource-Rich Developing Countries', August.

Another interesting issue that arises in the context of resource rich economies is the nature of their fiscal policy. Aliyev (2012)<sup>33</sup> finds that fiscal pro-cyclicality declines up to a certain level of resource richness and increases thereafter, giving a U-shaped relationship between pro-cyclicality of government capital expenditure and resource richness. He ascribes this to two different pulling forces - political economy frictions and borrowing constraint. While resource richness can decrease fiscal pro-cyclicality by alleviating the borrowing constraint, they can increase fiscal pro-cyclicality if political frictions increase.

### **Indian Experience**

Although it is difficult to draw a parallel between resources rich economies of West Africa with resource deficient country like India, I would like to discuss in brief some issues which are common to developing economies.

Like most developing countries, India has a large requirement of public expenditure to meet its objective of sustainable and more inclusive growth for its vast population. But, as it is a net commodity importer, the government does not have the benefit of earning income streams from large deposits of natural resources. Fiscal prudence and the desire to limit the public debt through better revenue and expenditure outcomes are, therefore, inevitable to ensure fiscal sustainability. This has been fairly institutionalised in the Indian policy matrix with the enactment of Fiscal Responsibility and Budget Management (FRBM) Act by the central government in 2003 and subsequently by state governments.

The Act gave a medium term target for balancing current revenues and expenditures and set overall limits to the fiscal deficit. Consequently, there were major improvements in the public finances of both the central and state governments which probably contributed to the benign macro-fiscal environment of high growth, low deficits and moderate inflation that prevailed prior to the onset of the global financial crisis. The global financial crisis halted this phase as the government had to undertake counter-cyclical measures to revive growth. The government is currently engaged in taking corrective measures aimed at reverting to the fiscal consolidation path.

In the light of the FRBM stipulated targets for fiscal deficit and limits on government guarantees, the most glaring of the deficits - infrastructure deficit - cannot be met by merely running up larger fiscal deficits. The challenge for the government, with limited budgetary resources at its command and competing demands to meet, is to improve the efficiency of its spending on infrastructure on one hand and leverage private and non-budgetary PSU investments on the other. Measures have, therefore, been taken to catalyze greater private investment to bridge the infrastructure financing gap.

Efforts have also been made, over the years, to strengthen the policy and regulatory framework underpinning some of the key infrastructure sectors, with notable success achieved in the telecommunications sector. The Investment Tracking System, the monitoring of investments by large public sector undertaking, the process to speed up security and other clearances are all part of the effort at de-bottlenecking. While domestic savings rate is high in India and can significantly finance infrastructure investment which is estimated to be around a trillion dollar over a period of 5 years, financial intermediation process needed strengthening. The role of financial system, which was funding infrastructure investment to the tune of merely 3-5 per cent of GDP until the mid-2000s, expanded

---

<sup>33</sup> Aliyev, Ilkin (2012), 'Is Fiscal Policy Procyclical in Resource-Rich Countries', CERGE-EI Working Paper Series No. 464, Center for Economic Research and Graduate Education - Economics Institute, July.

substantially since then. Most of the debt financing came from banks, non-bank finance companies (NBFCs), and external commercial borrowing (ECB), followed by insurance companies.

Banks stepped up lending to infrastructure by unwinding their excess investments in government securities maintained under statutory liquidity ratio. Credit to infrastructure grew at a faster pace than total credit and the share of infrastructure in non-food bank credit rose from about 8 per cent in March 2007 to about 15 per cent by August 2012. As a result, it is estimated that banks were able to provide about half the debt finance needs of infrastructure investment. This rapid growth in bank credit to infrastructure has, however, created challenges of asset-liability mismatches and greater concentration of risks which need to be addressed.

An alternate mode of infrastructure financing which is being explored in our country is the public private partnership (PPP) mode which can potentially scale up infrastructural investment. PPP mechanism provides built-in credit enhancement for improving project viability by way of buyback guarantee, escrow arrangement, and substitution rights for the lenders. Government has taken several initiatives, especially to standardize the documents and process for structuring and award of PPP projects. This has improved transparency in relation to the issues involved in setting up PPP projects.

### ***Lessons and the Way Forward***

First, government revenues in resource-rich developing countries (RRDCs) are largely driven by the prices of the commodities they export which are both highly volatile and unpredictable. RRDCs have given inadequate attention to managing their volatile revenue, with only some having short-to-medium term fiscal rules that could help smooth the impact of resource revenue volatility. Studies show that the volatility of total expenditure is over 60 per cent higher in resource rich countries than their comparators. Thus, there is an urgent need to put in place fiscal rules, preferably by statute.

Second, in countries with long reserve horizons for their natural resources, the focus of short and medium-term policies should be on managing revenue volatility and avoiding fiscal pro-cyclicality. As suggested in the IMF background paper, resource revenues for such countries may be decomposed into structural and cyclical components, with the fiscal anchor being the structural primary balance<sup>34</sup>. In countries where the reserve horizon is short, resource exhaustibility becomes an added concern. Hence, these economies should focus on setting the non-resource primary balance at a level that is equal to the real rate of return on accumulated financial assets.

Third, as empirical evidence shows that resource richness may induce rent-seeking and corrupt behavior of the government, thereby increasing pro-cyclicality of fiscal policy, it would be better if the sovereign development fund suggested by Paul is mandated to invest significant part of its assets in credible foreign assets. As the domestic institutional framework in the economies is strengthened the mix between domestic and foreign investment can change.

Fourth, it is important to recognize that besides the investment motive, there is also inter-generational equity consideration arising from exploitation of natural resources. Hence, apart from setting aside resources for expenditure smoothing, a part of the resources

---

<sup>34</sup> Structural balance = Non-resource primary balance (primary balance excluding resource revenue from government revenue and resource output from GDP) plus the structural components of the resource revenues

could be earmarked for the future generation which remains better protected being invested abroad.

Fifth, West African Economic and Monetary Union (WAEMU) being a currency union, a strong fiscal discipline is critical to its stability, particularly when the prevailing fiscal deficits (excluding external grants) are fairly sizeable in the economies of this region. As noted in the WAEMU report of the IMF<sup>35</sup>, fiscal discipline is important for currency unions as imprudent fiscal policy in a member country can have negative spillovers on the others which could adversely affect overall financial stability in the region. The fiscal rules advocated by Paul would require governments to undertake progressive pre-emptive savings out of the resource revenue generated. This would not only ensure there are counter-cyclical buffers created to address asymmetric shocks caused by price volatility but will also take care of the issue of intergenerational equity arising out of resource depletion over time.

While the region is still in the process of discovering new natural resources and the full impact of this on the government revenues may take time to materialize, it is never too late to put in place mechanisms to address the anticipated problems of plenty. Paul has done a commendable job in giving some practical initiatives to be undertaken by the financial and public sectors to absorb and channelize the new resources into productive use.

---

<sup>35</sup> IMF (2012), West African Economic and Monetary Union (WAEMU) : Staff Report on Common Policies for Member Countries, IMF country Report No.12/59, March.



## **COMMENTAIRES DU PROFESSEUR ADAMA DIAW, UNIVERSITE GASTON BERGER DE SAINT-LOUIS (SENEGAL)**

Dans cet article, le Pr Paul Collier examine les importantes implications du boom des ressources naturelles pour les finances publiques et pour l'investissement et donc pour le secteur financier des pays de l'espace francophone ouest-africain.

Une nouvelle vague de découvertes de ressources naturelles procure à la plupart des pays d'Afrique de l'Ouest l'accès à de nouvelles ressources financières. Les Etats membres de l'UEMOA sont concernés (l'auteur cite l'exemple du Burkina Faso et du Sénégal) et profitent des liquidités tirées des exportations. Ces flux assimilables à des capitaux entrants offrent une opportunité unique pour ces pays qui tirent déjà avantage de la politique monétaire commune (faible niveau d'inflation, relative intégration des économies), de renforcer leurs secteurs financiers et d'intensifier les liens entre finances publiques, finances privées et investissements.

Ces flux de capitaux présentent un certain nombre d'avantages pour les pays au nombre desquels il y a une baisse des coûts d'emprunt pour les Etats (des ressources plus importantes induisent une baisse des taux d'intérêt). La taxation des exportations de matières premières génère à son tour des revenus supplémentaires. Parallèlement, une gestion efficace et durable de ces ressources appelle les décideurs publics et privés à relever un certain nombre de défis qui concernent aussi bien des éléments « macro-prudentiels » que des changements sectoriels structurels.

Au nombre de ces défis, il y a l'impact de ces flux sur :

- l'investissement public : les ressources naturelles étant inexorablement épuisables, il est nécessaire que les investissements publics ne soient pas des éléphants blancs mais soient plutôt assez rentables.
- l'investissement privé : les gains en termes de croissance économique attendus de ces booms, entraîneront une hausse de la demande de fonds d'investissement. Dès lors les secteurs financiers nationaux devront avoir les compétences nécessaires à l'évaluation du risque et des rendements attendus des nouveaux instruments financiers.
- l'inversion dans le sens des besoins de financement en faveur du secteur public, c'est-à-dire plutôt que d'emprunter, le secteur financier public en situation de surplus met ses fonds à la disposition de l'investissement privé, la question étant alors de savoir comment utiliser de façon optimale ces fonds publics au profit de l'investissement privé.

L'auteur propose quelques pistes pour relever ces défis. Je vais les décrire brièvement avant de les commenter.

### **1 - Boom des ressources et promotion des investissements publics et privés**

#### ***1-1 Le rôle du secteur financier public dans l'intensification des investissements publics.***

Pour permettre au secteur public d'allouer ses fonds à des investissements productifs (et non pas à des dépenses de consommation souvent imprudentes) gage d'une politique budgétaire prudente et disciplinée, des règles budgétaires sont indispensables. La nature instable des revenus tirés des exportations de matières premières appelle à

l'adoption de principes particuliers. Ainsi l'auteur recommande la règle budgétaire qui consisterait pour le gouvernement d'être obligé d'investir une bonne partie de ses ressources (la Constitution du Ghana oblige le gouvernement à épargner au moins 30% des revenus du pétrole).

Il y a aussi le problème de l'épuisement des ressources naturelles (fossiles et minières). L'auteur propose à ce sujet une règle budgétaire glissante. Ainsi le taux d'épargne d'un niveau modeste la première année d'exploitation, devra atteindre 100% au « dernier baril de pétrole » extrait, pour prendre l'exemple de ce produit.

En réponse à la volatilité des revenus, Collier P., propose un moyen pour les Etats ouest africains de se « couvrir » (« hedging rule ») en encadrant les dépenses publiques d'une règle de gestion. Cette règle consisterait à identifier périodiquement le niveau optimal de dépenses (niveau au dessus duquel les revenus seraient mis de côté et en deçà duquel l'Etat se permettrait de convertir certains actifs financiers liquides).

Après ces recommandations « macro-prudentielles », le Pr Collier formule des recommandations pour améliorer la qualité des investissements publics. L'indice de gestion des investissements publics (indice qui évalue et attribue une note à chacune des 4 étapes de gestion de projet – sélection, approbation, exécution et évaluation – étude BM & FMI) montre que de façon globale, les pays membres de la BCEAO (6 pays évalués) n'ont pas enregistré de bonnes performances en la matière. Cependant, de façon individuelle une certaine disparité existe entre les pays dans le score attribué à chacune des 4 phases de gestion de projet. Par exemple si la Côte d'Ivoire est assez performante en approbation de projet (score de 3,50) elle l'est moins en « sélection » où le Burkina Faso a une relative meilleure expertise. Dès lors, la BCEAO pourrait jouer un rôle de catalyseur en encourageant des échanges d'expériences. Sous ce rapport, le Professeur Collier défend l'idée selon laquelle un « fonds souverain de développement » commun pour les 8 pays devrait être créé et qui se chargerait des choix d'investissement des deniers publics. Ce fonds pourrait être sous la supervision conjointe de la BCEAO et des ministères des finances.

### ***1-2 Le rôle du secteur privé dans l'intensification des investissements privés.***

Dans la perspective de l'augmentation de la demande d'investissement privé (conséquentement à la future croissance économique qu'induirait la hausse des revenus publics), les institutions financières privées doivent développer de nouvelles expertises, en ce qui concerne la gestion du risque et l'évaluation de rentabilité, pour répondre à ces nouveaux besoins des agents privés. Aussi pour faire face aux attentes du public, le secteur financier devrait davantage investir dans l'immobilier de masse (i.e. permettre aux classes moyennes d'accéder au crédit immobilier à moindre coût). Pour cela et parallèlement aux banques traditionnelles, les institutions spécialisées (crédits fonciers, immobiliers, etc.) peuvent être ressuscitées. Cependant une telle politique devra s'accompagner d'un renforcement du cadre législatif (garanties judiciaires au prêteur, normes de construction codifiées et standardisées).

L'auteur affirme également que la micro-finance traditionnelle ne suffira pas pour satisfaire les besoins en investissement des firmes qui ont plutôt une demande en fonds à long terme. Dès lors, de l'avis du Pr Collier, le « capital risque » (venture capital), i.e. une prise de participation directe des structures financières dans les entreprises demandant le financement pourrait leur fournir le capital de long terme nécessaire.

### **1-3 Le rôle des finances publiques dans le développement de l'investissement privé**

Sous certaines conditions, les fonds publics peuvent servir à soutenir l'investissement privé dans les pays de l'UEMOA. Ces conditions tiennent à des mesures qui préviendraient tout risque (d'accusation) de corruption. Cela pourrait passer par la politique du « quantitative easing », i.e. le financement de l'économie par la Banque Centrale grâce au rachat de bons privés auprès des banques commerciales. Une telle stratégie permettrait d'éviter d'exposer les fonds publics au risque.

## **2 - Commentaires**

Cet article présente des pistes de réflexion sur les moyens de gérer au mieux les nouvelles ressources financières tirées des exportations de matières premières (or, pétrole principalement) des pays membres de l'UEMOA. L'auteur, et à juste titre, assimile ces nouveaux fonds à des flux de capitaux entrants et propose des mesures macro-prudentielles ainsi que des réformes structurelles.

Bien que ces pistes de réflexions soient assez intéressantes, l'article ne fournit pas des indications chiffrées sur des données clés. En effet, et pour mieux apprécier les solutions préconisées par l'auteur, il peut sembler important d'avoir des informations sur la nature des nouvelles exportations des pays, les recettes tirées de telles exportations, l'incidence budgétaire de ces nouvelles ressources.

Il s'agit en effet pour les autorités monétaires de la Zone avant toute recommandation (de réformes sectorielles structurelles) d'assurer un contrôle quant à la budgétisation réelle des revenus d'exportations. Un moyen possible, serait que le fonds souverain proposé par l'auteur ait des compétences élargies, ce qui permettrait aux instances sous régionales (Commission de l'UEMOA, BCEAO), voire au FMI d'être au plus près des décisions concernant les nouveaux revenus d'exportations.

La recommandation qui concerne la mise en place d'une règle (d'or) budgétaire sous forme de loi constitutionnelle pour les pays de l'UEMOA pourrait s'avérer excessivement stricte au regard de la nature de ces économies. En effet la plupart des économies de l'UEMOA sont très exposées à des chocs exogènes aussi bien internes qu'externes (climatiques, termes de l'échange, dépendance au niveau de l'euro par rapport au dollar etc.), et leur enlever toute possibilité d'utiliser le déficit budgétaire en cas de besoin réduirait considérablement leurs capacités de résoudre les potentielles crises par leurs propres moyens. Dans cette perspective, on pourrait retenir l'idée de P. Collier mais en y ajoutant que toute règle budgétaire devra inclure une clause de flexibilité. Cette clause pourrait consister à autoriser un certain niveau de déficit dès que l'output gap dépasserait un seuil convenu à l'avance. Un article de 2009 de Sergio & Topalova, IMF-WP 09/175 recommande d'ailleurs à l'Inde d'inclure une certaine flexibilité dans son traité sur la responsabilité budgétaire de ses différents Etats (« Fiscal Responsibility and Budget Management Act »). Par ailleurs, la flexibilité, contrairement à ce que l'on pourrait penser, ne va pas à l'encontre de la crédibilité des autorités budgétaires. Elle permet plutôt d'envoyer un signal fort au secteur financier et aux investisseurs en leur disant que si l'économie en arrivait à traverser une crise, la règle serait suspendue (dans les proportions définies) pour soutenir l'activité économique. En effet cela est préférable, quelle qu'en soit la bonne raison, à une dénonciation subite et « arbitraire » de la règle.

L'auteur ne l'évoque pas, mais dans l'espace UEMOA, pour une meilleure efficacité dans les dépenses publiques, la politique monétaire devrait être active et en harmonie avec

la politique budgétaire (dans un cadre de policy-mix cohérent). En situation de ralentissement économique, parallèlement à la hausse des dépenses, la politique de crédit (insufflée par la BCEAO avec des taux directeurs revus à la baisse) devrait permettre de soutenir l'investissement (par exemple l'immobilier et le lissage de la consommation au profit des ménages). Autrement dit éviter des situations où l'économie mondiale est en récession (l'UEMOA avec) et que les banques commerciales soient en situation de surliquidité (avec des taux d'intérêt débiteurs élevés).

## Références

- [1] Dabla-Norris, E. et al. (2011), Investing in Public Investment, IMF Working Paper 1137.
- [2] Collier, P. and A. Venables (2012), Housing and Urbanization in Africa : Unleashing a formal market process, forthcoming in Glaeser E. (ed). Urbanization and Development, World Bank.
- [3] Collier, P. (2010) The Plundered Planet, Oxford University Press, New York.
- [4] Collier, P. (2012) Saving from Natural Resource Revenues in Developing Countries : Principles and Policy Rules, mimeo, Centre for the Study of African Economies.



### **SESSION 3**

**MUTATIONS DU SECTEUR FINANCIER, CROISSANCE  
ECONOMIQUE ET STABILITE FINANCIERE :**

***QUELLES REPONSES LES BANQUES CENTRALES  
PEUVENT-ELLES APPORTER ?***



**COMMUNICATION DU PROFESSEUR DAVID FIELDING,  
UNIVERSITE D'OTAGO (NOUVELLE-ZELANDE)**

**Summary<sup>36</sup>:**

Previous research (Honohan and Beck, 2007) has highlighted a key factor limiting the contribution of Sub-Saharan African commercial banks to economic growth : compared to banks in other parts of the world, their loans to the domestic private sector are a much smaller fraction of total bank assets. This paper reviews trends in aggregate financial indicators over the last decade, and finds that the situation has improved somewhat ; UEMOA commercial bank performance is particularly encouraging. However, inspection of bank-level data reveals substantial heterogeneity in the asset structure of banks. Further analysis reveals some of the causes of this heterogeneity, with some implications for policymakers.

---

<sup>36</sup> This paper is partly based on work with Svetlana Adrianova (University of Leicester), Badi Baltagi (Syracuse University) and Panicos Demetriades (Central Bank of Cyprus) ; see Adrianova et al. (2011). The views expressed here are the authors' own, and do not necessarily represent those of the Central Bank of Cyprus.



## INTRODUCTION

Banks and other financial intermediaries perform a crucial role in economic development, especially in Africa, where alternative sources of financial capital are limited or non-existent. By providing finance to the private sector, banks allow firms to take advantage of productive investment opportunities which may not otherwise materialize. There is a large body of evidence indicating that the development of banking systems goes hand-in-hand with economic growth (see for example Levine, 2004). This is a two-way relationship : financial development depends on economic growth (Demetriades and Hussein, 1996), but also, a well-functioning banking system promotes growth (Demetriades and Andrianova, 2005).

In traditional economic theory, banks can promote higher growth either by facilitating higher savings rates and therefore more rapid capital accumulation (McKinnon and Shaw, 1976), or by ensuring that resources are allocated to the most productive investment projects (Schumpeter, 1934). This second role is particularly important in emerging markets where information about individual investors is limited. By screening loan applicants, banks can help to address adverse selection in the credit market. By monitoring borrowers, banks can contain moral hazard ; for example, they can deter excessively risky investment activity that would undermine a borrower's ability to repay a loan. This process not only helps banks to remain solvent but also ensures that bank finance is channelled towards productive and sound investments.

There is some evidence that although financial development does lead to higher economic growth, this is not typically through higher savings rates (Beck et al., 2000) ; such evidence has been cited in favour of a Schumpeterian interpretation of financial development. However, there is reason to believe that in Sub-Saharan Africa – which includes countries with the lowest levels of financial development – the lack of a direct link between savings and growth is not simply due to large variations in the efficiency of resource allocation. A recent study by the World Bank (Honohan and Beck, 2007) has shown that an unusually small fraction of African saving in banks is channelled into domestic investment projects. This problem is manifest in two ways. Firstly, an unusually large fraction of African bank deposits are held overseas. Honohan and Beck calculate that the average ratio of offshore deposits to domestic bank deposits in Sub-Saharan Africa is about 0.5, compared with about 0.3 in Latin America and below 0.2 in other parts of the world. Secondly, an unusually small fraction of African domestic banks deposits are transformed into domestic bank lending. The average fraction in Sub-Saharan Africa is below 0.3, compared with over 0.7 in high-income countries and over 0.5 in other parts of the developing world. Correspondingly, the fraction of deposits channelled by African banks into liquid assets (0.2) and foreign assets (0.2) is higher than in other parts of the world. That is to say, savings mobilization does not appear to represent a binding constraint on African banks' ability to lend. Instead, African banks complain of a lack of creditworthy borrowers while at the same time households and firms complain about lack of credit.

In this paper, we first of all review the recent development of financial aggregates in Sub-Saharan Africa, to show whether some of the basic financial indicators highlighted by Honohan and Beck have improved or deteriorated over the last decade. We pay particular attention to the countries of the two monetary unions in the CFA Franc Zone (UEMOA and CEMAC), to see whether these countries trajectories' differ from those of the rest of Sub-Saharan Africa. We then investigate some of the underlying causes of changes in

these aggregates, summarizing recent research published in Adrianova et al. (2011). This paper (henceforth ABDF) models the factors driving changes in individual African banks' lending behaviour over time. Finally, we review the implications of these results for public policy in the future.

## I - RECENT TRENDS IN FINANCIAL AGGREGATES

Figures 1-4 present annual data on Sub-Saharan African financial aggregates taken from the World Bank Global Financial Development database for the period 2001-2010. Each figure comprises three time series : one for Sub-Saharan Africa as a whole (SSA), one for the UEMOA<sup>37</sup> region (aggregating Benin, Burkina, Côte d'Ivoire, Guinea-Bissau, Mali, Niger, Senegal and Togo), and one for the CEMAC<sup>38</sup> region (aggregating Cameroon, Central African Republic, Chad, Congo Republic, Equatorial Guinea and Gabon)<sup>39</sup>. The figures show that financial aggregates for the UEMOA region are somewhat similar to those for Sub-Saharan Africa as a whole, but statistics in the CEMAC region are quite different.

First of all, Figure 1 shows a general upward trend in the ratio of bank deposits to GDP across Africa. For both SSA and UEMOA, the ratio has risen from below 15% at the beginning of the millennium to just over 20% a decade later. (In the middle of the decade, SSA growth was stronger, but this difference has been completely eroded during the Global Financial Crisis. In this sense, UEMOA seems to be less closely tied to international cycles than the rest of SSA.) Growth in the CEMAC ratio is as strong as in the UEMOA ratio, but starting from a lower base. Broadly speaking, CEMAC lags behind UEMOA by about ten years. This may reflect the fact that most CEMAC countries are now petroleum exporters : for a given level of financial development, mineral wealth is likely to raise per capita GDP.

Overall, Figure 1 suggests a healthy propensity to save in SSA – at least on average across all countries. However, Honohan and Beck have pointed out that a large fraction of Sub-Saharan African bank deposits are overseas, so Figure 2 charts the ratio of overseas deposits to domestic deposits. Here, the trends are even more marked : for both SSA and UEMOA, the ratio has fallen from above 50% to below 30% over ten years. Again the CEMAC ratio is lagging behind, this time by about five years, but still exhibits a strong trend. Figure 2 shows a downward trend for the whole decade, not just since the onset of the Global Financial Crisis. Although this figure must be accompanied by a caveat – investors may have an incentive to hide overseas deposits in order to avoid fiscal scrutiny – it does appear that this obstacle to African financial development has diminished markedly over time.

Figures 3-4 plot the evolution of domestic commercial bank assets, Figure 3 showing total assets as a fraction of GDP and Figure 4 showing credit to the economy as a fraction of GDP. For SSA, there has been a strong upward trend in total assets – about ten percentage points over the decade. Growth in credit to the economy is more moderate, at about seven percentage points, which indicates substantial foreign / liquid asset accumulation. For UEMOA, total asset growth has been less rapid – only about six percentage points over the decade. However, growth in UEMOA credit to the economy has not been much less than this – about five percentage points. In other words, UEMOA banks have been accumulating assets more slowly than banks in the rest of SSA, but most of

---

<sup>37</sup> The Union Economique et Monétaire Ouest Africaine.

<sup>38</sup> The Communauté Economique et Monétaire de l'Afrique Centrale.

<sup>39</sup> The Franc Zone aggregates are unweighted averages across the different countries. Weighted averages are very similar.

this difference is accounted for by foreign / liquid assets. By 2010, SSA's total bank assets as a fraction of GDP exceeded those of UEMOA by four percentage points, but there was no corresponding difference in credit to the economy. CEMAC asset ratios were smaller at the beginning of the millennium, and up until the onset of the Global Financial Crisis they did not grow at all, so there was some divergence. However, there has been strong CEMAC asset growth since then.

Figures 3-4 suggest that commercial banks in UEMOA have been able to channel a larger proportion of their assets into credit to the local economy, compared with banks in the rest of SSA. Figure 5 presents more direct evidence on this point, showing the asset composition of UEMOA commercial banks over 2001-2011, as reported in the BCEAO<sup>40</sup> *Annuaire Statistique*. The ratio of credit to the private sector on total assets has remained steady at around 50%. Credit to the public sector has grown slightly and foreign assets have correspondingly declined, but overall, the asset composition of commercial banks is very stable. Recalling the figures reported by Honohan and Beck, this composition resembles the asset structure of banks in Asia and Latin America more than that of banks in the rest of SSA.

These aggregate figures suggest some grounds for optimism : in SSA as a whole there is evidence of financial deepening. In UEMOA, this financial deepening has occurred without much growth in liquidity or foreign assets. However, even in UEMOA, the average fraction of bank assets channelled into loans to the private sector is still low by OECD standards. As we will see in the next section, there is a substantial amount of bank- and country-level variation underlying these aggregate figures, and this variation can be used to explore the factors limiting the loans-to-assets ratio.

## II - VARIATIONS IN BANK ASSET STRUCTURE

This section is based on the research presented in ABDF, which proposes a theoretical model of commercial bank behaviour in developing countries and reports results from a statistical analysis designed to test the main predictions of the theory. In the theoretical model, each bank faces the risk that some of its borrowers could default on their loans. A borrower has an incentive to default on a loan if the cost of repayment exceeds the expected cost of default (that is, the probability of the bank successfully taking action against the borrower multiplied by the penalty imposed in law).<sup>41</sup> Some borrowers may be more likely to exhibit such behaviour than others, because, for example, they value their future reputation more. Banks can screen borrowers to try to determine this likelihood – for example they can investigate each borrower's credit history – but such screening is likely to be costly. In the absence of a low-cost screening technology, as is likely to be the case in a developing country, both the prevalence of loan default among borrowers and the quality of the legal system used to enforce loan contracts will affect the profitability of loans. If a country begins with a very poor contract enforcement system, then (with some variation across banks or across customers in the cost of screening) marginal improvements in the system or in the default rate will increase the fraction of bank assets channelled into business loans. However, there will be a threshold level of contract enforcement quality ; above this level, neither further improvements in quality

<sup>40</sup> The Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest, the UEMOA central bank.

<sup>41</sup> This is a moral hazard argument ; there is also an adverse selection version of the theory. In practice, both moral hazard and adverse selection could explain why banks face a high default rate. In the absence of detailed information about the borrowers, the two different effects are observationally equivalent in the ABDF data.

nor improvements in the proportion of opportunistic borrowers will have any effect on loan volumes.

Using data on individual African banks from Bank Scope, it is possible to test the prediction that there is such a threshold. The statistical analysis is based on annual observations of the loans-to-assets ratios of 194 banks in 32 countries over the period 1998-2008. It measures the extent to which changes in the following characteristics lead to changes in an individual bank's loans-to-assets ratio :

- The past default rate on the bank's loans,
- Bank age and size,
- GDP growth in the country in which the banks operates,
- The quality of contract enforcement in the country in which the bank operates.

The quality of contract enforcement is measured by the Regulatory Quality index <sup>42</sup> in the World Bank Worldwide Governance Indicators. Based on a variety of primary sources, this index "captures perceptions of the ability of the government to formulate and implement sound policies and regulations that permit and promote private sector development". It is scaled so that across the world it has a mean of zero and a standard deviation of one.

The histograms in Figures 6-8 illustrate the variation in the three key characteristics in the ABDF analysis : the loans-to-assets ratio for each bank, the default rate it faces, and Regulatory Quality in the country in which it operates. It can be seen that there is a great deal of variation in individual banks' ratios : the tails of the distribution lie below 0.1 and above 0.9. The mean figures reported in sources such as Honohan and Beck are aggregates across banks that vary enormously in their behaviour. The same is true of default rates : while the model default rate is close to zero, a substantial minority of banks face default rates in excess of 50%. Finally, although Regulatory Quality in Africa is poorer, on average, than in the rest of the world (the histogram in Figure 8 lies mostly below the zero line), there is some variation across time and across countries in Africa. At best, African Regulatory Quality is almost one worldwide standard deviation above the worldwide mean ; at worst, it is over two standard deviations below the mean.

The statistical analysis shows that these characteristics are related, but in a way that reveals a threshold effect. Firstly, among banks in countries with a relatively poor level of Regulatory Quality (below the world mean or worse), marginal improvements in both regulatory quality and the default rate have a significant impact on the loans-to-assets ratio. A one standard deviation increase in Regulatory Quality can be expected to raise the ratio by seven percentage points in the same year ; a ten percentage point reduction in the default rate can be expected to raise the ratio by two percentage points in the same year. In the long run, as banks adjust to the new conditions, these effects will double in size. Among the other characteristics, bank size and GDP growth also have significant effects. Next, consider banks in countries with a better level of Regulatory Quality. Among these banks, neither marginal changes in the default rate nor marginal changes in Regulatory Quality have any significant effect on the loans-to-assets ratio.

---

<sup>42</sup> Arguably, this definition of regulatory quality is broader than simply the strength of contract enforcement rules. An alternative statistical analysis replacing Regulatory Quality with the fraction of the value of loans recovered in the case of insolvency (as measured in the World Bank's Doing Business in Africa) produces similar results.

On average, banks in the relatively good regulatory environment are performing much better with respect to the loans-to-assets ratio than those in a relatively poor environment. In the relatively good environment (with Regulatory Quality > 0), there is an average loans-to-assets ratio of 63%, which is within the normal range for other parts of the world, and well above the UEMOA mean in Figure 5. Our analysis suggests that neither further improvements in regulatory quality nor reductions in default rates will increase the loans to assets ratio of banks in these countries. Here, it is more likely that the traditional view of finance and development is applicable : low growth is a consequence of low savings and a lack of financial depth. However, in countries with a relatively poor regulatory environment (with Regulatory Quality < 0), the average loans to assets ratio is only 43%, below the UEMOA mean. Our analysis suggests that in this case bank lending is sensitive to marginal changes in regulatory quality and default rates. Here, low savings rates are not necessarily the binding constraint on investment finance, and improvements in the regulatory environment are likely to create a large increase in the supply of loanable funds to the domestic private sector.

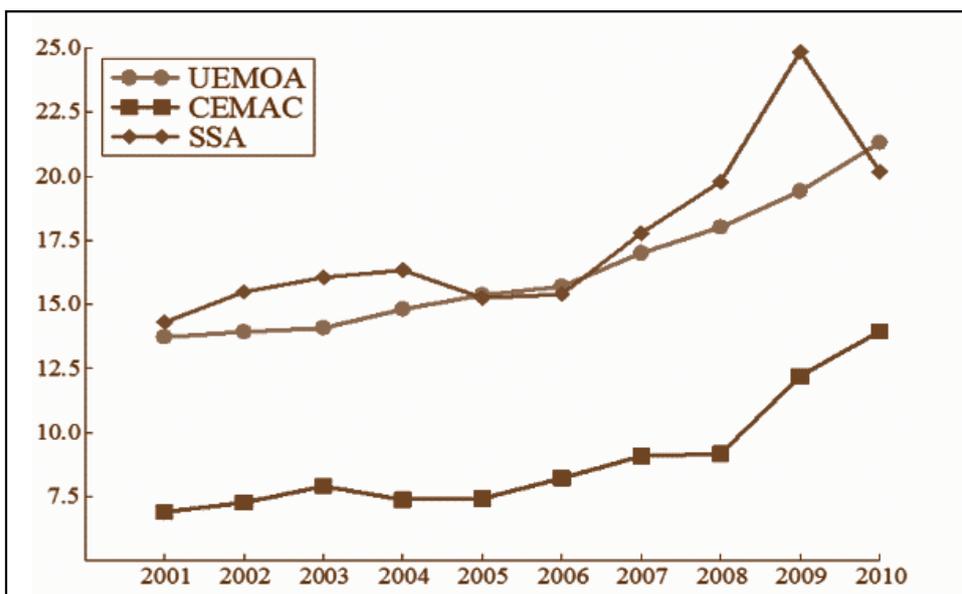
### **III - IMPLICATIONS FOR PUBLIC POLICY**

These results have some implications for policy related to financial development. Firstly, it is not necessary – at least from the point of view of the banking sector – to have an A+ regulatory environment : a B- will work just as well. Very weak legal systems do appear to deter banks from lending locally, but mediocre ones do not. Reaching the historical international average is an appropriate goal for Africa, and incremental steps towards this goal can be beneficial. In Anglophone Africa, for example, countries such as Botswana and Ghana, which have reached the historical international mean, are suitable role models for countries such as Nigeria and Zimbabwe, which are still several standard deviations below this mean. In the UEMOA, some countries (Burkina Faso and Senegal) now have regulatory environments very close to the worldwide mean, as measured by Regulatory Quality, and average loans-to-assets ratios in excess of 60%, as recorded in Bank Scope. Other UEMOA countries (particularly Côte d'Ivoire, Guinea-Bissau and Togo) have regulatory environments which are somewhat poorer (though not the worst in Africa), and loans-to-assets ratios below 50%.

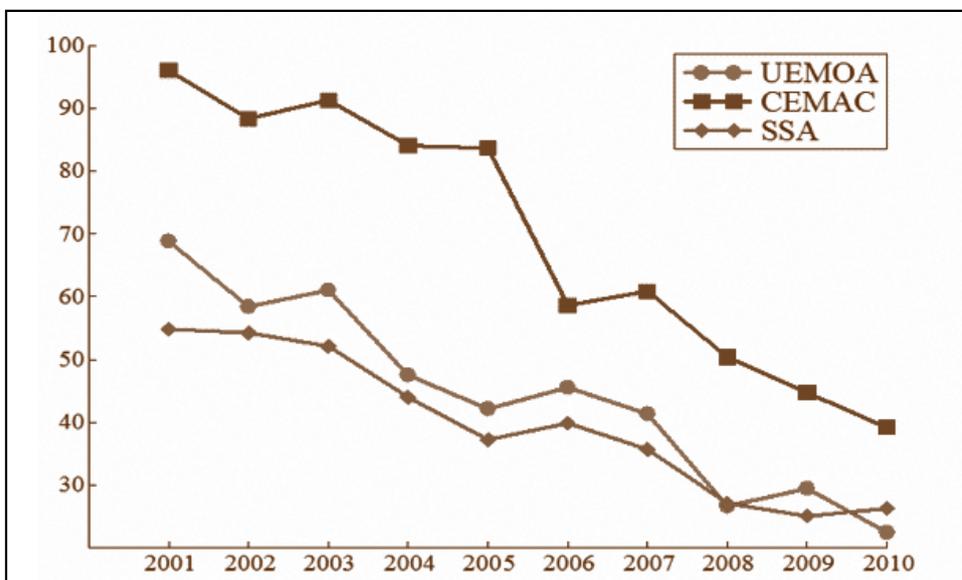
Secondly, the diminishing rate of return to investment in regulatory quality highlights the potential for institutional investment in other dimensions of financial market quality, for example credit bureaux and other mechanisms that improve information on prospective borrowers (International Monetary Fund, 2001 ; Sacerdoti, 2005). Information on credit bureaux in Africa is still too limited for any statistical analysis, but it seems likely that asymmetric information problems in Africa are at least as serious as in other parts of the developing world. There is still ample scope for central banks and other regulatory bodies to improve the conditions under which African banks lend.

**Figures :**

**Figure 1 : Total Bank Deposits as a Percentage of GDP**

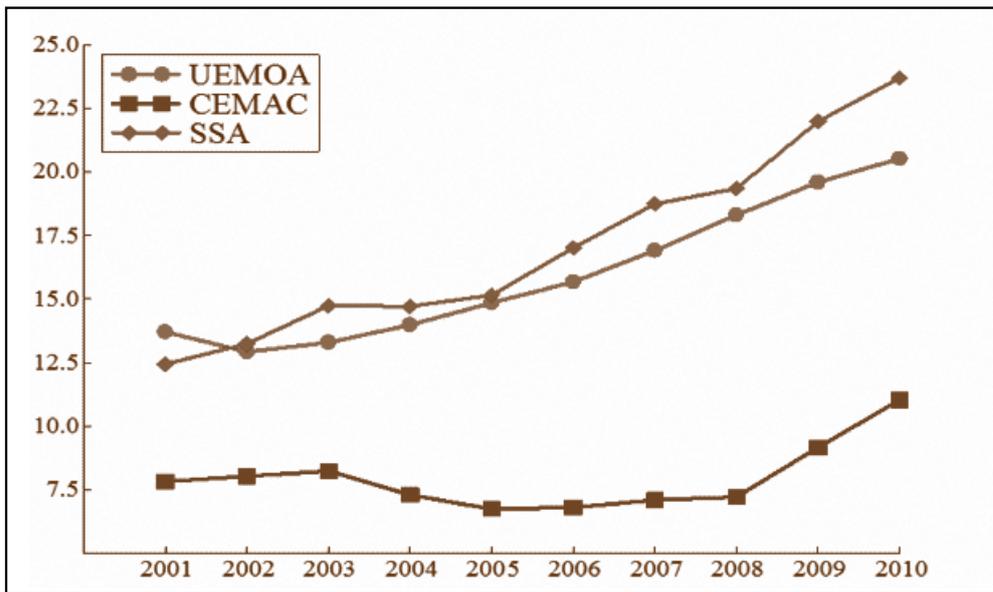


**Figure 2 : Overseas Deposits as a Percentage of Domestic bank Deposits**



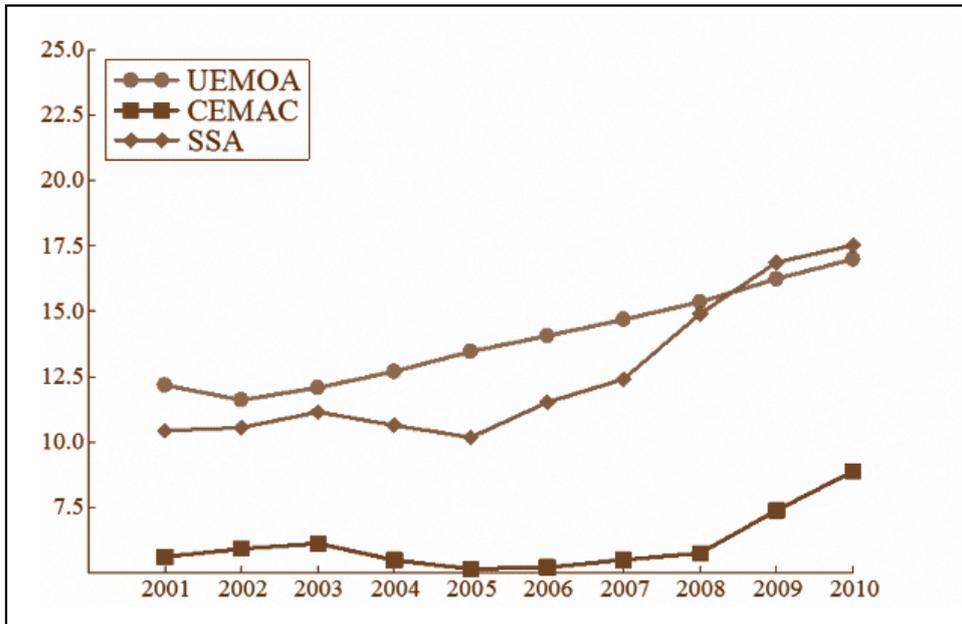
Source : World Bank, Global Financial Development Database.

**Figure 3 : Domestic Commercial Bank Assets as a Fraction of GDP**

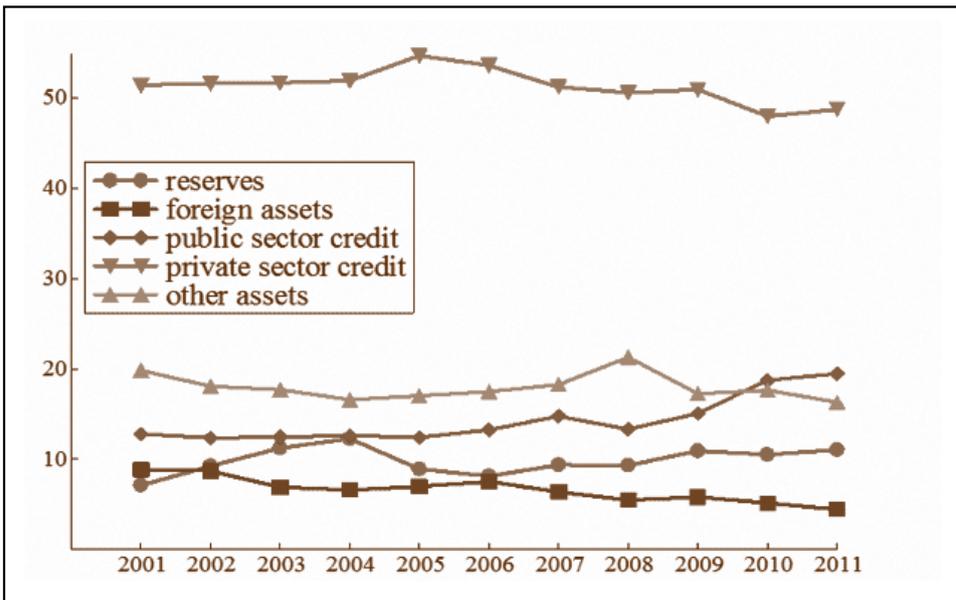


Source : World Bank, Global Financial Development Database.

**Figure 4 : Domestic Commercial Bank Credit to the Economy as a Fraction of GDP**

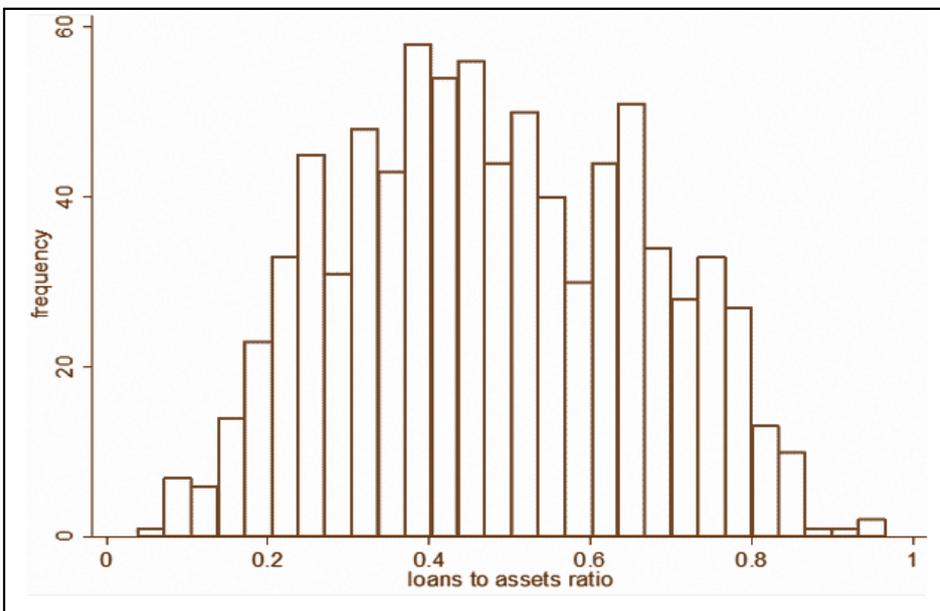


**Figure 5 : Commercial Bank Assets as a Percentage of Total Assets :  
All UEMOA Countries**



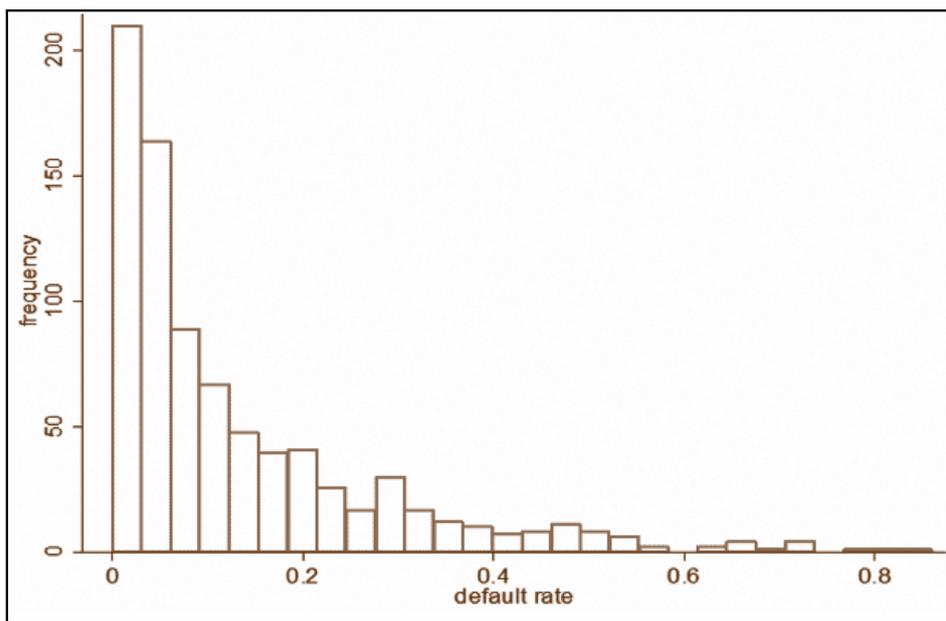
Source : BCEAO, Annuaire Statistique.

**Figure 6 : Distribution of the Loans to Assets Ratio**



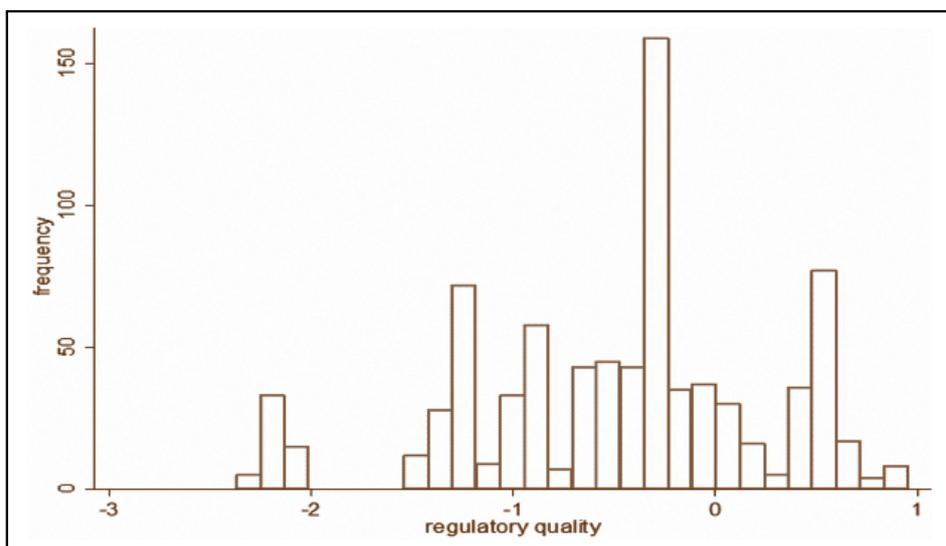
Source : ABDF.

**Figure 7 : Distribution of the Loans to Assets Ratio**



Source : ABDF.

**Figure 8 : Distribution of Regulatory Quality**





**COMMENTAIRES DE MONSIEUR CARLOS COSTA,  
GOUVERNEUR DE LA BANQUE DU PORTUGAL**

Mesdames et Messieurs, bonjour. C'est un grand plaisir d'être ici, pour commenter la présentation du Professeur FIELDING. Mais, tout d'abord, j'aimerais féliciter la BCEAO pour son cinquantième anniversaire et surtout, permettez-moi de le dire, pour le projet porteur d'avenir que la Banque elle-même représente. On l'a vu hier, on est parti de l'intégration monétaire vers l'intégration économique. Et c'est ce qui démontre qu'il y a un avenir assuré par la Banque elle-même.

Deuxième chose, je voudrais féliciter le Gouverneur KONE, pour avoir décidé de promouvoir la réflexion, à l'occasion du cinquantième anniversaire de la Banque. C'est la meilleure chose qui renforce l'idée que la banque doit être porteur d'avenir. Si on doit assurer l'avenir, on doit penser à l'avenir, et penser à l'avenir signifie, tout d'abord, réfléchir. C'est ce qu'on a fait hier, c'est ce qu'on est en train de faire aujourd'hui. J'espère qu'on le fera avec beaucoup de succès.

D'autre part, j'aimerais remercier le Gouverneur KONE et la BCEAO, pour l'invitation, évidemment. Pour moi, c'est un grand plaisir d'être ici à Dakar. C'est un grand plaisir d'être un des Gouverneurs du système européen de Banques Centrales à être présent. Et, je pense que mes collègues qui n'ont pas pu être ici, ne l'ont pas pu pour une raison que je comprends parfaitement, parce que, demain, on a une réunion du Conseil des Gouverneurs et moi-même je dois aller à Frankfurt, tout de suite après cette réunion.

Cela dit, passons au sujet. D'abord, j'ai eu beaucoup de plaisir à lire le papier du Professeur FIELDING. Je vais, surtout, faire non pas des commentaires, mais déceler les voies ouvertes par le papier. Et, c'est, dans une certaine mesure, une façon d'approfondir la réflexion.

Je pense qu'il faudrait d'abord souligner qu'il y a un lien de continuité entre les discussions d'hier après-midi et celles que nous sommes en train de faire maintenant. Et même avec la discussion d'hier matin, le Professeur FIELDING l'a mis en évidence en se référant à la communication de Madame GUILLAUMONT et du Professeur COLLIER, et je pense que tout se résume en deux points : le rôle très important qu'on doit accorder à la promotion et l'allocation de l'épargne pour assurer un développement durable.

On a, toujours, été victime d'une vision à court terme. Et, dans une vision à court terme, le rôle de l'épargne et le rôle de la demande agrégée, c'est toujours un tout autre domaine. Mais, sur le long terme, on doit savoir que l'épargne est au centre de la réflexion, tout comme la qualité et la dimension de l'investissement. Je pense que c'est très opportun que notre Président ait fait une citation de Schumpeter à ce propos, parce que si l'on veut se placer dans la durée, on doit penser à des phénomènes qui tiennent compte de l'épargne et de l'investissement.

Et la deuxième dimension de la discussion qu'on a eue, hier matin, est aussi très importante. Elle portait sur la nécessité de créer un environnement macroéconomique stable. La dimension temporelle de la politique économique et le rôle des politiques monétaire et budgétaire, sont très importants du point de vue du développement durable.

Et, je vais vous dire pourquoi, parce qu'il y a quatre critères, à mon avis, pour évaluer la durabilité de la croissance ou du développement d'un pays. D'où, d'abord, voir la croissance du PIB par tête, deuxièmement, il faut voir l'emploi, l'évolution de l'emploi ou du chômage, si vous voulez. Troisièmement, il faut voir la durabilité des comptes extérieurs,

surtout des comptes courants et quatrièmement, il faut voir les finances publiques et voir si elles sont soutenables.

On peut trouver des périodes dans l'histoire d'un pays, où apparemment tout va bien, même si on sait que tout va mal. Tout va bien parce qu'on enregistre une hausse du PIB par tête. Tout va bien parce qu'on enregistre une hausse de l'emploi. Mais, si on regarde, soit du côté des comptes extérieurs, soit du côté des finances publiques, on a une trajectoire qui n'est pas soutenable. C'est un peu comme dans le cyclisme, le doping. Tout se passe bien, jusqu'au moment où on découvre qu'il y a quelque chose qui cloche. Et là, il faut avoir tout cela à l'esprit.

C'est correct que pendant une certaine période, on puisse avoir un déficit extérieur, à condition que cette épargne qui vient de l'extérieur, soit allouée à des investissements productifs qui permettent, après, de rembourser cette dette. C'est correct, qu'on puisse avoir un déficit public, à condition qu'on corrige, temporairement, un déficit de la demande agrégée. Mais, cela veut dire qu'il y a toujours un après. Un emprunt, c'est un renflouement des comptes publics, d'un côté et un rééquilibrage des comptes extérieurs, de l'autre côté.

Et ce que le Professeur COLLIER a bien mis en évidence, c'est l'exemple des pays qui, aujourd'hui, du fait qu'ils possèdent des matières premières, ont une épargne intérieure publique ou privée très importante. De ce fait, la grande responsabilité n'est pas d'aller vers une trajectoire de consommation, parce qu'alors on remet en cause, dans le futur, la croissance du PIB par tête. On remettra en cause, par conséquent, l'emploi et plus encore, on remettra en cause la préservation du niveau de départ du développement. Pourquoi ?, parce qu'en ce moment-là, on a créé des anticipations de consommation, des habitudes de consommation et après avoir connu cette période, il est très difficile de faire revenir une population à la consommation standard antérieure.

Alors, dans un cas comme celui du Professeur COLLIER et dans un cas comme celui dont on parle, on parle de promotion; s'il y a absence d'épargne, il y a, en tout cas, gestion de l'épargne. Gestion de l'épargne, en sachant qu'on est dans la durée, on n'est pas dans l'éphémère. Et si on est dans l'éphémère, c'est difficile, parce qu'après la facture viendra.

Alors, ce qui m'amène à faire une autre constatation, c'est qu'il faut toujours regarder de près ce qui se passe concernant la dimension de l'épargne intérieure et deuxièmement, la capacité d'investissement de cette épargne, d'une façon efficace, productive et rentable. Alors, on peut avoir un problème ou une trappe du côté de la dimension de l'épargne, mais on peut avoir une trappe aussi du côté de l'allocation de l'investissement.

Si vous faites l'allocation d'investissement, même public, avec un déséquilibre énorme entre les infrastructures, par exemple, que vous développez et l'investissement productif qui doit suivre, vous arrivez à une situation que j'ai connue, que je connais, qui est la situation qui arrive dans les entreprises quand les gens ne gèrent pas bien le budget d'investissement.

Ils ont les installations de l'usine en place, mais, ils n'ont plus d'argent pour acheter les machines et, par conséquent, pour engager tout le travail qui permettra de rembourser les prêts qui ont été faits ou de récupérer l'épargne qui a été utilisée. Et, c'est pour cela qu'il faut, nécessairement, assurer tout le système national et être capable d'allouer l'épargne aux investissements avec le meilleur retour.

Deuxièmement, il y a la capacité d'entreprendre, et c'est un autre problème que le Professeur COLLIER a relevé dans sa présentation. Si vous n'avez pas la capacité d'entreprendre, il n'est pas possible de l'inventer, il faut la gérer, mais cela prend du temps. Et c'est là, par exemple, que les fonds d'investissement, concernant ce qu'à dit le Professeur COLLIER, sont très importants.

C'est un cas où il y a un gap de capacité d'investissement et tant que cette capacité d'investissement n'est pas au rendez-vous, la capacité d'entreprendre n'est pas effective, il ne faut pas penser à l'inventer parce qu'elle ne s'invente pas du jour au lendemain. On n'a pas de capacité d'entreprendre si on n'a pas une histoire d'entrepreneurship, il faut la promouvoir, c'est une question de règle, c'est une question de culture, c'est une question d'éducation, mais il faut la promouvoir.

Troisièmement, et c'est là qu'on entre dans le vif du sujet, il faut des mécanismes de canalisation de l'épargne pour ceux qui ont la capacité d'entreprendre et c'est le rôle du système financier. Ce que le système financier assure, notamment le système bancaire, c'est que l'épargnant est sûr que son argent sera remboursé, il est encore plus sûr parce que son épargne est liquide.

Mais en même temps, vous avez l'autre côté, un investisseur qui a besoin d'argent, d'un prêt pour trois ou quatre ans. Si on lui demande de rembourser avant, ce sera un désastre. Alors, il y a quelqu'un qui joue un rôle très important, c'est de prendre l'argent auprès des épargnants et de dire, si vous venez demain, vous aurez l'argent dans votre compte, soyez tranquille. Et qu'en même temps, il dit à l'entrepreneur, à l'investisseur, prenez l'argent, investissez, et d'ici trois ans, quatre ans, revenez et remboursez-moi l'argent que je vous ai prêté. Il y a une transformation de maturité.

Il y a un autre rôle qui est très important et qu'on ne doit jamais ignorer et qui est lié à la question posée par le Professeur FIELDING, qui est la question de la mutualisation du risque. Ce que fait la banque, c'est la mutualisation du risque. Si j'ai cinq mille euros et je pourrai les prêter, comment est-ce que je vais analyser la capacité de remboursement de mon débiteur ? Et, si je dois le faire, je dois rester dans une limite assez courte de la personne, ce qui veut dire que je ne connais pas toutes les possibilités d'investissement et par définition, je fais une allocation sous-optimale des ressources.

Les banques sont nécessaires, non seulement pour mutualiser les risques, mais pour élargir le champ de vision sur toutes les possibilités d'allocation des ressources, et dans ce sens, elles sont nécessaires pour optimiser l'utilisation de l'épargne intérieure.

Et finalement, il faut le savoir, du point de vue de ceux qui prennent du crédit, elles sont aussi utiles, parce qu'elles font, de façon professionnelle, ce qu'aucun épargnant n'est capable de faire. Vous me direz, vous parlez des banques, mais vous ne parlez pas des marchés de capitaux.

Il ne faut pas se faire des illusions, le marché des capitaux est l'étape suivante ou les tâches suivantes dans le système financier. C'est à cause de cela que je suis tout à fait d'accord, qu'il faut développer le marché bancaire d'abord, et seulement après le marché des obligations. Si les gens ne sont pas habitués aux risques associés au marché de capital à risque, si on les incite à aller dans ce sens, on aura un contrecoup énorme, dans l'avenir, de sorte que tout le monde commencera à se méfier du système financier et à la fin, c'est la capacité d'épargne qui sera affectée.

Il y a l'épargne utile, l'épargne utile du point de vue social, et l'épargne inutile du point de vue social, même si elle est utile pour la personne qui la détient. Si vous avez cinq

mille euros et vous les mettez dans votre coffre, si vous les mettez dans un bouquin caché quelque part, c'est très utile pour vous, mais vous êtes en train de voler à l'économie cinq mille euros qui pourraient être investis par quelqu'un.

Alors c'est là le rôle du système bancaire. Et, si vous créez la méfiance dans le système bancaire, ce que vous êtes en train de faire, c'est de retirer du circuit l'épargne qui est nécessaire pour investir. Ceci c'est très important, il faut assurer la confiance, il faut s'assurer que toute l'épargne rentre dans le circuit. C'est un mot plutôt français circuit, mais pas tellement anglo-saxon, mais je me permets de l'utiliser ici, parce qu'en ce qui concerne l'épargne c'est très important, l'épargne une fois faite, qu'elle soit prêtée parce que si elle est prêtée, elle rentre dans sa fonction sociale. Si elle reste cachée quelque part dans la maison, c'est un affaiblissement de la demande agrégée, d'un côté, et sans aucune contrepartie à terme, du côté de la demande d'autre part, et notamment du potentiel de l'offre, c'est-à-dire il n'y a pas de conséquence sur l'offre et, par conséquent, sur la croissance.

Cela veut dire qu'il faut, nécessairement, un système bancaire qui soit efficace pour assurer la collecte de l'épargne, d'une part, et assurer, d'autre part, le financement des investissements. Sinon, en tant que Banque Centrale, je fais l'objet de critiques de la part de ceux qui ont besoin de crédit qui disent que les banques ne prêtent pas suffisamment et je fais aussi l'objet de critiques des épargnants qui disent que les banques ne paient pas suffisamment de taux d'intérêt.

Il y a les deux côtés, et là il faut être très clair. La politique de rémunération de dépôt et la politique de crédit font partie, nécessairement, de la stabilité du système financier. Si un banquier central accepte une politique de rémunération de dépôt qui n'est pas en ligne avec le retour sur investissements, à terme, il est en train de fragiliser le système bancaire.

Deuxièmement, s'il accepte qu'on tempore, qu'on fasse des pressions pour accorder du crédit, sans avoir l'assurance qu'il sera remboursé, il fragilise le système financier, il remet en cause le contrat de confiance qu'il a établi avec le déposant. Ce qui veut dire qu'on doit savoir une chose : c'est que la solidité des banques et la confiance publique dépendent de la prudence dans l'octroi du crédit. Et pour voir si c'est un point essentiel sous peine d'avoir un problème d'inconsistance inter-temporelle, on fait apparemment le bien dans le court terme, mais on fait un plus grand dommage, dans le long terme.

Et là, on doit rester ferme, la solidité du système financier, c'est l'actif inhérent au développement de l'économie. C'est la même chose qu'un pont, qu'une route. C'est une infrastructure nécessaire au développement de l'économie. Deuxièmement : cela veut dire que les banques ne peuvent pas courir des risques qui pourront mettre en cause leur capacité de rembourser les dépôts.

La deuxième chose, c'est le point contraire, on a besoin d'inclusion dans le système de crédit. Et là, je rends hommage à mon collègue brésilien, Vice-Gouverneur qui fait un travail admirable d'inclusion et c'est ce qui explique beaucoup le succès de la politique économique brésilienne. Par conséquent, on a besoin de promouvoir de nouveaux entrepreneurs.

Mais le problème, c'est que l'inclusion et la promotion de nouveaux entrepreneurs ne signifient pas assumer plus de risques. Comment rendre compatible, plus de risque avec prudence ? Comment assurer la compatibilité entre assurer la solidité des banques, né-

cessaire à la confiance des épargnants et, en même temps, développer l'économie et assurer que de nouveaux entrepreneurs arrivent et feront des choses ?

Alors, il y a une façon de le faire, qui est, d'une part, travailler sur la régulation prudentielle. Et, la régulation prudentielle travaille du côté de la solidité des banques. Pas question de ne pas regarder sur la régulation prudentielle qui est une question de solidité. Ce qui ne signifie pas gaspillage, parce qu'on doit savoir qu'il y a toujours une ligne qu'il nous faut traverser ; c'est qu'on passe d'une situation où on a une prudence nécessaire pour rassurer un risque acceptable à la situation de risque zéro. Il n'y a pas de risque zéro, il y a un système d'atténuation de risque qui assure la confiance.

Mais, il y a aussi le besoin de réduire le risque. Et, pour réduire le risque, on doit savoir que le risque est dû, fondamentalement, à deux types de causes :

- d'une part, il y a des risques selon les contextes et le Professeur COLLIER les a mis en évidence pour ce qui est du contexte réglementaire. Les règles dont on a besoin pour résoudre le problème du non remboursement du crédit et les règles dont on a besoin pour résoudre les questions d'insolvabilité. Et là, il y a un problème que, moi-même, je suis en train de voir, en tant que Banquier Central, Gouverneur, qui est le besoin d'avoir un équilibre entre prévention du risque moral et inaction.
- on doit éviter de donner une prime à ceux qui abusent, mais aussi, de ne pas aller si loin pour que ceux qui abusent n'arrivent pas à avoir de crédit. Il faut, nécessairement, un équilibre qui doit être établi, surtout en sachant que dans ces économies, et je dirai dans toutes les économies, les nouveaux entrepreneurs sont ceux qui sont beaucoup plus faibles du point de vue rating de crédit.

A mon avis, dans ce contexte, il est nécessaire de relever deux choses.

Tout d'abord, il faut voir du côté des règles dont on a besoin pour résoudre l'ensemble des problèmes de solvabilité. Il faut distinguer, clairement, entre le propriétaire et l'unité productive. Il faut éviter qu'à cause du règlement d'un problème avec le propriétaire que l'on touche l'unité productive. Il faut l'éviter. Il faut assurer la continuité de l'unité productive, sauf si elle n'est pas viable à tous les niveaux.

Mais, s'il y a un problème de gestion qui se manifeste, après, comme une insuffisance du cash flow pour rembourser le crédit, si l'entreprise continue à générer un cash flow positif, si elle continue à assurer la capacité d'emploi, si elle continue à assurer, d'une façon durable, la production, mélanger le sort du propriétaire et le sort de l'entreprise, c'est une erreur énorme, car ce qu'on est en train de détruire, ce n'est pas le propriétaire, mais le capital social de l'économie, parce qu'une entreprise c'est plus que le capital des travailleurs, c'est toutes les connaissances tacites qui sont associées à l'entreprise.

Si je demandais, demain, de faire une nouvelle Banque Centrale à côté de celle que j'ai maintenant, j'aurais un investissement énorme à faire qui n'est pas dans mes livres, qui est l'investissement de formation, de création de routine, tout cela ne se fait pas du jour au lendemain. Quand vous détruisez une entreprise, vous détruisez plus que le capital de l'entreprise, plus que l'emploi, vous détruisez un capital social énorme. Et là, il faut faire attention !

D'autre part, il faut faire attention aux systèmes qui peuvent minimiser le risque du crédit, qui peuvent sous-estimer le risque du crédit. Nous devons savoir que si on veut aller dans le sens de l'inclusion, aller dans le sens de l'accès des PME aux crédits, il faut les accompagner dans les systèmes de maîtrise du risque, afin que les banques puissent travailler avec ces clients, avec un niveau de risque acceptable.

Ce sont des systèmes de garantie publics, systèmes de mutualisation et qui, après, arrivent à assurer, qu'il y a, certainement, des incidents, des problèmes ici ou là. Mais globalement, cela fonctionne comme à l'assurance, une assurance qu'une banque, par elle-même, ne peut pas organiser, mais qu'un ministère ou un système bancaire peut organiser. C'est l'assurance de tous contre un risque, en évitant le risque moral.

Deuxièmement, il faut savoir aussi qu'il y a des problèmes concernant l'évaluation du risque à l'intérieur des banques, tout d'abord parce qu'elles n'ont pas nécessairement les outils nécessaires pour évaluer les risques. Ensuite, parce que la plupart des entreprises n'ont pas de documents nécessaires pour certifier la qualité de leur gestion, la solidité financière.

Si vous avez à donner un crédit à une personne, vous avez deux possibilités. Vous avez l'histoire de l'entreprise avec le bilan certifié ou vous avez une personne devant vous. Soit vous sympathisez avec la personne ou vous ne sympathisez pas, soit vous la connaissez ou vous ne la connaissez pas ! Ce qui veut dire, par définition, que c'est un mécanisme qui a tendance à exclure.

Si vous voulez inclure, il faut créer quelque chose de plus et créer quelque chose de plus, cela signifie qu'il faut s'assurer qu'il y a, non seulement, un mécanisme de garantie de crédit, mais qu'il y a un mécanisme d'enregistrement d'incidents de crédit. Et de là, la question concernant les bureaux d'enregistrement de problèmes de crédit. Je peux vous dire que je suis pour ce mécanisme.

J'ai une expérience, la Belgique a aussi une expérience, chez nous, tous les débiteurs des banques sont centralisés et toutes les banques ont la possibilité d'accéder aux registres pour savoir s'il y a eu des problèmes ou non avec une personne, avec une entreprise, de façon à faciliter et à confirmer leur évaluation du risque. On doit le faire, évidemment l'enregistrement des incidents de crédit doit aller de paire avec deux choses :

- l'une des choses qui est très importante, c'est la non diabolisation, la non démonisation de la faillite, parce que si dans un contexte où il n'y a pas d'entrepreneurs, on crée encore, on démonte, on crée une image très négative de ceux qui ont échoué, on a tendance à avoir beaucoup moins d'entrepreneurs ou surtout, à avoir des spéculateurs, parce que cela est beaucoup plus facile, c'est le court terme et il faut l'éviter. Alors, il faut trouver le juste équilibre.
- deuxième chose qu'il faut avoir présent à l'esprit, c'est qu'une économie, un système financier travaille toujours avec un risque et le risque doit être couvert par la marge financière qui est incluse dans le prix du prêt. La question est de savoir si le risque qui est inclus dans le prix du prêt est trop large, parce que s'il est trop large, il crée un problème de développement.

Alors, pour finir, deux choses très importantes : il faut travailler du côté de l'épargne, parce que l'épargne est un problème dans le cas des pays qui ne sont pas producteurs de matières premières.

Deuxième chose pour le développement durable, si vous avez l'épargne et si vous ne l'investissez pas, cela signifie que vous êtes en train de faire un transfert de développement vers d'autres. Ce qui serait dommage.

Merci beaucoup.

**COMMENTAIRES DE MONSIEUR JULES BONDOMBE ASSANGO,  
VICE-GOUVERNEUR DE LA BANQUE CENTRALE DU CONGO (RD CONGO)**

L'étude du Professeur David FIELDING aborde la problématique de l'évolution du financement de l'économie en Afrique et dans la Zone UEMOA sur la période 2001 à 2010.

Se fondant sur certains indicateurs, cet article met en exergue les faits ci-après :

1. faute de source alternative de financement, l'intermédiation bancaire joue un rôle déterminant dans le développement économique en Afrique;
2. il existe une relation réciproque entre le développement du secteur financier et la croissance économique;
3. le financement bancaire de la croissance en Afrique Subsaharienne reste faible en dépit de l'accroissement des dépôts des banques, attesté par le ratio dépôts bancaires / PIB qui a atteint 20% en 2010 contre environ 15% en 2001;
4. aussi bien dans la mobilisation des dépôts que dans l'offre des crédits à l'économie, l'UEMOA présente des performances encourageantes qui la placent en phase avec la moyenne de l'Afrique subsaharienne bien au-delà de la Zone CEMAC. Cependant, la part des actifs orientés vers le crédit demeure faible comparativement aux standards de l'OCDE;
5. ce faible financement dans la Zone UEMOA s'expliquerait par le facteur risque découlant de la faiblesse du cadre réglementaire dans certains pays membres, ce qui appelle, naturellement, de leur part, des mesures de réforme;
6. la mise en place de la Centrale des risques devrait permettre d'éviter l'asymétrie de l'information, en donnant aux banques les informations sur la demande de crédit par la clientèle.

Tout en appréciant à sa juste valeur le travail du Professeur FIELDING, il me semble que la problématique du financement de l'économie en Afrique subsaharienne en général et dans la Zone UEMOA, en particulier, doit également répondre aux deux préoccupations ci-après, à savoir :

- la capacité de mobilisation de dépôts et bien plus des fonds prêtables, indispensables pour le financement des emplois longs (investissements);
- la capacité et l'efficacité de l'intermédiation financière dans la canalisation des ressources vers les agents à besoin de financement.

C'est pourquoi, à ce que le Professeur a avancé, d'autres contraintes méritent d'être épinglées et levées pour que le secteur financier se développe et impulse d'avantage la croissance économique. Ces limites s'imposent à certains pays africains. Il s'agit de :

*1. l'absence d'indépendance de ces institutions financières*

Les banques commerciales en Afrique sont pour la plupart des succursales des grands groupes financiers étrangers dont les actions s'inscrivent dans le cadre de la mise en œuvre de la politique fixée par la maison mère.

*2. la cartellisation des banques commerciales*

Elle a pour conséquence des distorsions dans le fonctionnement du marché, eu égard aux rigidités diverses observées par rapport aux conditions du marché.

3. *la faiblesse des investisseurs institutionnels spécialisés dans le financement à moyen et long terme (investisseurs institutionnels)*

Autrefois, très dynamiques, les investisseurs institutionnels deviennent de plus en plus inefficaces dans leurs rôles de collecte des dépôts longs pour le financement des investissements.

4. *le réajustement du processus de l'intégration de l'UEMOA par l'adoption d'une politique budgétaire commune est la coordination des politiques macroéconomiques au sein de l'Union*

L'UEMOA qui est en avance sur l'Afrique Subsaharienne doit apprendre des erreurs des autres zones économiques. Une politique budgétaire commune est le gage d'une politique monétaire efficace et, d'un financement adéquat de l'économie.

5. *l'accélération des réformes structurelles en vue du renforcement de l'intégration économique*

L'intégration, via les projets intégrateurs, devrait offrir d'avantages d'opportunités et doper le développement du secteur financier. Mais, cela nécessite des infrastructures (routières, ferroviaires et énergétiques), courroies de transmission et d'accumulation de la richesse.

Dans ce cadre, on peut alors se demander que peuvent faire les banques centrales pour accompagner positivement les mutations du secteur financier, assurer la stabilité financière et favoriser la croissance économique ?

Outre la stabilité monétaire et financière, les banques centrales sont appelées à contribuer activement à la croissance inclusive de leurs économies, surtout dans les pays fragiles où le financement du développement bute sur la contrainte des ressources. Ainsi, les initiatives ci-après peuvent être explorées :

1. *discrimination positive des conditions de refinancement*

Ceci devrait conduire à la pratique des taux discriminatoires pour le refinancement des secteurs névralgiques bien ciblés en raison de leurs effets d'entraînement sur les autres secteurs de l'économie. Mais ceci n'est possible que si les banques sont en banque.

2. *développer les partenariats public - privé dans le secteur financier en vue de créer la concurrence et faciliter une meilleure allocation de ressources*

L'implication du secteur public dans les activités financières devrait se faire via notamment l'acquisition des participations et autres titres émis par les grandes institutions financières, intervenant sur le marché monétaire et boursier.

En effet, il est incompréhensible que les entreprises africaines en quête de fonds soient amenées à lever des capitaux sur le marché international à des taux élevés, alors que leurs pays disposent d'importantes réserves excédentaires de change et qu'ils cherchent à placer dans les banques étrangères à des taux faibles.

Cependant, il est bon d'indiquer que des études préalables sont nécessaires pour déterminer avant tout, les marges en terme de réserves budgétaires et de changes à maintenir en permanence, pour faire face à d'éventuels chocs.

Je vous remercie.

L'article de Fielding traite de la question du développement financier en rapport avec la croissance économique en Afrique. S'il existe une relation à double sens entre développement financier et croissance économique, la contribution du secteur financier au développement économique demeure en deçà des attentes. Dans ces pays, l'état embryonnaire des marchés financiers et la faiblesse des institutions financières non bancaires laisse dire que l'industrie bancaire est prédominante. Dans un tel contexte le rôle des banques s'avère crucial.

Dans un premier temps, l'article décrit, à partir de l'évolution de plusieurs indicateurs, une dynamique de développement financier qui semble en cours en Afrique, dans l'UEMOA en particulier. Les principaux constats établis par le papier, sur la décennie 2001 à 2010, sont :

- Une progression de la collecte des dépôts par les banques : le ratio dépôt bancaire/ PIB est passé de moins de 15% à plus de 20% en Afrique au Sud du Sahara et dans l'UEMOA. A regarder l'évolution de ce ratio dans l'UEMOA par rapport au reste de l'Afrique, l'auteur déduit que la Zone UEMOA semble moins liée aux internationaux. La mobilisation des dépôts dans la Zone CEMAC reste largement en deçà des niveaux atteints dans l'UEMOA;
- Bien qu'en baisse, la part des dépôts détenus à l'étranger reste importante : elle passe de 50% à moins de 30% dans l'UEMOA;
- Le crédit bancaire à l'économie est en progression, et se situe autour de la moyenne africaine;
- Contrairement à des idées souvent avancées, la mobilisation de l'épargne n'est pas une contrainte forte dans l'octroi de crédit par les banques;
- La composition des actifs bancaires est restée stable dans l'UEMOA avec une part plus importante dédiée au crédit à l'économie par rapport à la moyenne africaine.

Au total, le constat d'une amélioration des performances financières durant la décennie 2001 à 2010 est établi. Si une dynamique de développement financier semble en cours dans l'UEMOA, le ratio du crédit à l'économie par rapport au PIB et la part des actifs dédiée au crédit à l'économie restent encore très faibles (si l'on se réfère aux standards de l'OCDE).

Dans un deuxième temps, l'article analyse la structure de l'actif bancaire en insistant sur deux facteurs : le risque de défaut des emprunteurs et le cadre légal d'exécution des contrats de prêt. Le cadre théorique de référence prédit une relation non linéaire, en cloche, entre le risque bancaire ou la qualité du système bancaire d'une part et d'autre part, la part des actifs bancaires consacrée au financement du secteur privé. En partant d'une situation initiale défavorable, l'amélioration du système légal ou la réduction du risque de défaut peuvent induire un accroissement de la part des actifs allouée au crédit à l'économie. Il existe cependant un seuil de qualité du système légal au-delà duquel il n'y aura pas d'amélioration possible du ratio crédit à l'économie relativement au total de l'actif bancaire.

L'auteur teste cette hypothèse à partir des données de 194 firmes bancaires provenant de 32 pays sur la période 1998-2008. L'idée est de tirer partie des hétérogénéités dans la qualité des environnements financiers ainsi que des performances de financement de l'économie y associées. Ces hétérogénéités existent au sein même de l'UEMOA : d'une part des pays comme le Sénégal et le Burkina disposant d'un cadre de régulation de qualité comparable à la moyenne mondiale et qui ont un ratio crédit à l'économie rapporté à l'actif bancaire supérieure à 60%, et d'autre part des pays comme la Côte d'Ivoire, la Guinée-Bissau et le Togo dont la faiblesse de l'environnement de régulation est associée à des ratios inférieurs à 50%.

L'analyse statistique montre que, dans le lot des pays disposant d'un système légal faible, une amélioration marginale de la qualité de la régulation et une réduction du risque de défaut induisent une hausse de la part du financement de l'économie dans l'actif bancaire. En effet, une amélioration d'un écart type de la qualité de la régulation peut accroître le ratio crédit à l'économie/actif bancaire de 7 points dans la même année. Et une réduction de 10% du risque de défaut peut induire une hausse de 2% du ratio crédit à l'économie / actif bancaire. Ces effets sont doublés à long terme. Dans ce contexte de faiblesse du système légal, le bas niveau du financement de l'économie n'est pas nécessairement imputable à la faiblesse de l'épargne. Des réformes visant l'amélioration du cadre légal peuvent induire une hausse du crédit à l'économie.

Dans les pays disposant déjà d'un système légal de très bonne qualité, il n'y a pas de gain associé aux réformes visant une réduction du risque de défaut. Dans ces pays, le ratio crédit à l'économie rapporté à l'actif bancaire est très élevé et une éventuelle faiblesse du financement bancaire peut être mise en étroite relation avec la faiblesse de l'épargne.

L'auteur en tire une implication importante au plan de la politique économique. En raison des rendements d'échelle décroissants associés à l'amélioration de la qualité de la régulation, d'autres perspectives, notamment les réformes visant à accroître la quantité et la qualité de l'information sur les emprunteurs potentiels (bureaux de crédit), sont à envisager par les Banques centrales et les autorités de régulation en vue d'accroître les financements alloués au secteur privé.

L'analyse est basée sur des outils statistiques simples mais finalement judicieux et féconds car débouchant sur des réformes nécessaires au développement financier en Afrique et dans l'UEMOA en particulier. Du reste, les résultats sont très intuitifs : dans un contexte marqué par une exacerbation des problèmes d'information, les réformes visant à accroître la qualité et la quantité de l'information, sont favorables à l'offre de crédit. Ces résultats s'inscrivent dans la littérature théorique comme empirique sur le rationnement du crédit.

L'environnement de régulation, pris dans l'article comme contrainte pour les besoins de l'analyse, comporte également des questions importantes. En effet, la corrélation des différences d'environnement entre pays de l'UEMOA avec les ratios de crédit à l'économie par rapport à l'actif bancaire, conduit à interroger les sources de ces asymétries. Une analyse dans cette direction aurait permis d'identifier des moyens d'harmonisation, par le haut, des contextes d'évolution des banques au sein de l'Union.

La mise en évidence des dynamiques favorables dans l'UEMOA, qui est au dessus de la progression de la moyenne des secteurs financiers africains, et loin devant les tendances de la Zone CEMAC est une bonne nouvelle pour l'espace ouest-africain même s'il faut

noter que dans l'absolu les performances restent modestes. Cependant, une question demeure : qu'est-ce qui impulse ces évolutions favorables sur la décennie 2001-2010 ?

En effet, des mutations importantes ont affecté les secteurs bancaires africains sous l'effet des restructurations bancaires, des politiques de régulation et de la dynamique des acteurs. En particulier, la structure des industries bancaires dans l'UEMOA a évolué avec des dynamiques de déconcentration importante<sup>43</sup>. Quel rôle cette baisse de la concentration bancaire a joué dans l'évolution du financement de l'économie ? Cette question est d'autant plus importante que la structure des secteurs bancaires pourrait être affectée par les nouvelles réformes de régulation, le relèvement du capital minimum par exemple.

Par ailleurs, la limitation de l'analyse à la décennie passée permet d'insister sur des tendances actuelles mais n'autorise pas leur mise en relation avec les performances des décennies antérieures, notamment celles d'avant la faillite financière des années 1980. En effet, le ratio crédit à l'économie rapporté au PIB a atteint des niveaux plus importants à la fin de la décennie 1970. Peut être que cela est en rapport avec la crise qui est advenue. Sans doute également que la maîtrise des risques s'est également améliorée. Mais cette comparaison peut autoriser plus d'ambition vers des niveaux plus importants de financement de l'économie. Peut être que cette comparaison permettrait par ailleurs d'ouvrir le débat sur les politiques publiques hétérodoxes de soutien au financement du secteur privé, à l'instar des expériences asiatiques (notamment les banques de développement et les institutions de garantie) mais également du pragmatisme actuel des pays occidentaux face à une crise qui perdure et qui rappelle pourtant à certains égards des problèmes structurels en Afrique : rationnement du crédit; chômage, etc.

---

<sup>43</sup> Voir « Banques et transmission monétaire dans l'UEMOA : effets des bilans bancaires, de la concentration bancaire et de l'excès de liquidité bancaire sur l'efficacité de la politique monétaire de la BCEAO », Thèse de doctorat Seydou OUEDRAOGO, CERDI, Université d'Auvergne (2011).

## Références

- [1] Andrianova, S., Baltagi, B.H., Demetriades, P. & Fielding, D. (2011) Why Do African Banks Lend so Little ? University of Leicester Department of Economics Working Paper 11/19.
- [2] Beck, T., Levine, R. & Loayza, N. (2000) Finance and the sources of growth. *Journal of Financial Economics* 58, 261-300.
- [3] Demetriades, P., & Andrianova, S. (2005) Sources and effectiveness of financial development : what we know and what we need to know. Research Paper RP2005/76, World Institute for Development Economic Research, Helsinki.
- [4] Demetriades, P. & Hussein, K. (1996) Does financial development cause economic growth ? Time-series evidence from 16 countries. *Journal of Development Economics* 51, 387-411.
- [5] Honohan, P. & Beck, T. (2007) Making Finance Work for Africa, The World Bank, Washington, DC.
- [6] International Monetary Fund (2001) Senegal : financial system stability assessment. Country Report 01/189, Washington, DC.
- [7] Levine, R. (2004) Finance and growth : theory and evidence. NBER Working Paper 10766, Cambridge, MA.
- [8] Sacerdoti, E. (2005) Access to bank credit in Sub-Saharan Africa : key issues and reform strategies. International Monetary Fund Working Paper WP/05/166, Washington, DC.
- [9] Schumpeter, J. (1934) *The Theory of Economic Development* (translated by R. Opie), Harvard University Press, Cambridge, MA.

**DOCUMENTS ANNEXES :**

***LISTE DES PARTICIPANTS AUX TRAVAUX DU SYMPOSIUM  
DU CINQUANTENAIRE DE LA BCEAO ET PROGRAMME  
DE DEROULEMENT DES TRAVAUX***



## LISTE DES PARTICIPANTS

### I - INVITES D'HONNEUR

**Son Excellence Docteur Alassane OUATTARA,**  
Président de la République de Côte d'Ivoire  
Gouverneur Honoraire de la BCEAO

**Son Excellence Monsieur Macky SALL,**  
Président de la République du Sénégal

**Madame Ya Mariama KONE,**  
Epouse du Gouverneur de la BCEAO

**Madame Dominique OUATTARA,**  
Epouse du Président de la République de Côte d'Ivoire

**Madame Marième SALL,**  
Epouse du Président de la République du Sénégal

### II - INSTITUTIONS DE L'UMOA ET ORGANES DE LA BCEAO

#### **Conseil des Ministres**

**Monsieur Adji Otèth AYASSOR,**  
Ministre de l'Economie et des Finances de la République Togolaise

**Monsieur Gilles BAILLET,**  
Ministre des Finances de la République du Niger

**Monsieur Abubacar BALDE,**  
Ministre du Commerce, de l'Industrie et de la Valorisation des Produits Locaux  
de la République de Guinée-Bissau

**Monsieur Ally COULIBALY,**  
Ministre de l'Intégration Africaine de la République de Côte d'Ivoire

**Monsieur Tièna COULIBALY,**  
Président du Conseil des Ministres de l'UMOA,  
Ministre de l'Economie, des Finances et du Budget de la République du Mali

**Monsieur Abubacar Demba DAHABA,**  
Ministre des Finances de la République de Guinée-Bissau

**Monsieur Charles Koffi DIBY,**  
Ministre de l'Economie et des Finances de la République de Côte d'Ivoire

**Monsieur Amadou KANE,**  
Ministre de l'Economie et des Finances de la République du Sénégal

**Monsieur Marimpa SAMOURA,**  
Ministre Délégué auprès du Ministre de l'Economie, des Finances et du Budget,  
Chargé du Budget de la République du Mali

**Monsieur Marcel de SOUZA,**  
Ministre de l'Analyse Economique, du Développement et de la Prospective  
de la République du Bénin

**Monsieur Vincent ZAKANE,**

Ministre Délégué auprès du Ministre des Affaires Etrangères  
et de la Coopération Régionale, Chargé de la Coopération Régionale du Burkina Faso

### **Comité de Politique Monétaire (CPM) de la BCEAO**

**Monsieur Tiémoko Meyliet KONE,**

Gouverneur

**Monsieur Jean-Baptiste COMPAORE,**

Vice-Gouverneur

**Monsieur Mamadou DIOP,**

Vice-Gouverneur

**Monsieur Mahamane ANNOU MALLAM, Membre du CPM,**

Ancien Président du Groupe d'Etudes et de Recherches sur la Démocratie  
et le Développement Economique et Social (GERDDES) – Niger

**Monsieur Kanvaly DIOMANDE, Membre du CPM,**

Conseiller Spécial, Cabinet du Premier Ministre – Côte d'Ivoire

**Madame Gnounka DIOUF, Membre du CPM,**

Ministre Conseiller à la Présidence de la République – Sénégal

**Madame Françoise DRUMETZ, Membre du CPM**

Directeur de la Coopération Extérieure de la Banque de France

**Monsieur Rui Duarte FERREIRA, Membre du CPM,**

Directeur de Cabinet, Ministère des Finances – Guinée-Bissau

**Monsieur Houéssou Yaovi HADONOU, Membre du CPM,**

Directeur des Affaires Monétaires et Financières au Ministère  
de l'Economie et des Finances – Bénin

**Madame Aïchatou KANE, Membre du CPM,**

Gouverneur de la Région de Niamey – Niger

**Monsieur Mongo AHARH-KPESSOU, Membre du CPM,**

Secrétaire Permanent pour le Suivi des Politiques de Réformes et des Programmes  
Financiers – Togo

**Monsieur Ousmane OUEDRAOGO, Membre du CPM,**

Ancien Vice-Gouverneur de la BCEAO, Ancien Ministre d'Etat,  
Ancien Ministre des Finances et du Plan – Burkina

**Madame Karidia SANON, Membre du CPM,**

Professeur à l'Université de Ouagadougou

**Madame Aoua SYLLA BARRY, Membre du CPM,**

Secrétaire Général du Ministère des Mines – Mali

**Monsieur Bangaly N'ko TRAORE, Membre du CPM,**

Directeur Général de la Gestion de la Dette Publique,  
Ministère de l'Economie et des Finances – Mali

## **Conseil d'Administration (CA) de la BCEAO**

**Monsieur Adama KONE**, *Directeur Général*

Direction Générale du Trésor et de la Comptabilité Publique – Côte d'Ivoire

**Madame Fatima SEKOU MADOUGOU**, *Directrice Générale Adjointe*

Direction Générale du Trésor et de la Comptabilité Publique – Bénin

## **Commission Bancaire de l'UMOA**

**Monsieur Bolo SANOU**,

Secrétaire Général de la Commission Bancaire de l'UMOA

**Monsieur Laurent Ogowa AGOSSA**, *Chef de Division*

Commission de l'UEMOA

**Monsieur Nicolas Luc Aurélien ASSOGBA**, *Commissaire*

Commission Bancaire de l'UMOA

**Monsieur Barré MARANKAN BADAGE**, *Commissaire*

Commission Bancaire de l'UMOA

**Monsieur Amadou Sadickh DIOP**, *Commissaire*

Commission Bancaire de l'UMOA

**Madame Ahéba JOHNSON**, *Commissaire*

Commission Bancaire de l'UMOA

*Monsieur Ibrahim KOUSSOU, Commissaire*

Commission Bancaire de l'UMOA

**Monsieur Carlos Luis PINTO**, *Commissaire*

Commission Bancaire de l'UMOA

**Monsieur Emmanuel Benito SANTOS COSTA**, *Commissaire*

Commission Bancaire de l'UMOA

**Monsieur Ousmane SIDIBE**, *Commissaire*

Commission Bancaire de l'UMOA

**Monsieur Kouka Célestin ZALLE**, *Commissaire*

Commission Bancaire de l'UMOA

## **III - BANQUES CENTRALES**

**Monsieur Lucas ABAGA NCHAMA**, *Gouverneur*

Banque des Etats de l'Afrique Centrale

**Monsieur Salao ABOUBAKAR**, *Conseiller Technique du Gouverneur*

Banque des Etats de l'Afrique Centrale

**Monsieur Madi AHAMADA**, *Vice-Gouverneur*

Banque Centrale des Comores

**Madame Sarah O. ALADE**, *Vice-Gouverneur*

Central Bank of Nigeria

**Monsieur Abdoulaye Yéro BALDE**, *Vice-Gouverneur*  
Banque Centrale de la République de Guinée

**Monsieur Asiangame Claude BASIKABA**, *Secrétaire particulier*  
Banque Centrale du Congo

**Monsieur Aimé Dominique BIDA-KOLIKA**,  
Adjoint au Directeur des Etudes et la Stabilité Financière  
Banque des Etats de l'Afrique Centrale

**Monsieur Jules BONDOMBE ASSANGO**, *Vice-Gouverneur*  
Banque Centrale du Congo

**Monsieur Carlos COSTA**, *Gouverneur*  
Banco de Portugal

**Monsieur Brahim COULIBALY**, *Senior Economist*  
Federal Reserve of USA

**Monsieur Amadou DIALLO**, *Chef du Service des Etudes*  
Banque Centrale de la République de Guinée

**Monsieur Adama Boubou DIENG**, *Directeur Général*  
Banque Centrale de Mauritanie

**Monsieur Anis EL YOUSOUFI**,  
Responsable du Département des Relations Internationales  
Bank Al-Maghrib

**Monsieur Luiz Edson FELTRIM**, *Vice-Gouverneur*  
Banco Central do Brasil

**Monsieur Victor Pedro GOMES**, *Directeur Général*  
Banco de Moçambique

**Monsieur Hilton JARRETT**, *Directeur*  
Bank of Sierra Leone

**Monsieur Abdellatif JOUAHRI**, *Gouverneur*  
Bank Al-Maghrib

**Monsieur Alexander JUNG**, *Senior Economist*  
Banque Centrale Européenne

**Monsieur Manna HAMMONY**, *Vice-Gouverneur*  
Banque Centrale de Mauritanie

**Monsieur Werner HERMANN**, *Directeur*  
Banque Nationale Suisse

**Monsieur Osvaldo LIMA**, *Administrateur*  
Banco de Cabo Verde

**Monsieur Deepak MOHANTY**, *Directeur Général*  
Reserve Bank of India

**Monsieur Zakari MUMUNI**, *Economiste*  
Bank of Ghana

**Monsieur Willy-Luc MWANA NKWARA**, *Directeur des Etudes*  
Banque Centrale du Congo

**Madame Estelle NDIAYE**, *Assistante*  
Banque Centrale de la République de Guinée

**Monsieur Robert OPHELE**, *Sous-Gouverneur*  
Banque de France

**Monsieur Georges PEIFFER**, *Directeur Général de la Fabrication des Billets*  
Banque de France

**Monsieur Emmanuel ROCHER**, *Chef de Service de la Zone Franc*  
*et du financement du développement*  
Banque de France

**Monsieur Sheku Sambadeen SESAY**, *Gouverneur*,  
Bank of Sierra Leone, *Président du Conseil des Gouverneurs de la ZMAO*

## **IV - ORGANISATIONS ET INSTITUTIONS INTERNATIONALES**

**Monsieur Kossi ASSIMAIDOU**, *Administrateur*  
Fonds Monétaire International

**Monsieur Arnaud BUISSE**, *Sous-Directeur en charge des affaires financières*  
*multilatérales et du développement*  
Direction Générale du Trésor – France

**Monsieur Ismaila DIENG**, *Responsable du Département des Relations Extérieures*  
Fonds Monétaire International

**Monsieur Tarhan FEYZIOGLU**, *Conseiller du Directeur Général Adjoint*  
Fonds Monétaire International

**Madame Valeria FICHERA**, *Représentante Résidente*  
Fonds Monétaire International

**Monsieur Hervé JOLY**, *Chef de Division Afrique Occidentale du Département Afrique*  
Fonds Monétaire International

**Madame Antoinette Monsio SAYEH**, *Directrice du Département Afrique*  
Fonds Monétaire International

**Monsieur Daouda SEMBENE**, *Conseiller Principal*  
Fonds Monétaire International

**Monsieur Min ZHU**, *Directeur Général Adjoint*  
Fonds Monétaire International

## **V - ORGANISATIONS REGIONALES ET SOUS-REGIONALES**

**Monsieur Christian ADOVELANDE**, *Président*  
Banque Ouest Africaine de Développement

**Madame AGBO**, *Experte en Communication*,  
Banque Ouest Africaine de Développement

**Monsieur Edoh Kossi Félix AMENOUNVE**, *Directeur Général*  
Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM)

**Monsieur Serge BOUAH**, *Directeur de la Communication*  
Banque Ouest Africain de Développement

**Madame Khady GASSAMA**, *Economiste pays*  
Banque Africaine de Développement (BAD)

**Monsieur Toussaint HOUENINVO**, *Economiste Principal pays*  
Banque Africaine de Développement (BAD)

**Monsieur Ambroise KAFANDO**, *Chef de Mission Résidente au Sénégal*  
Banque Ouest Africaine de Développement

**Madame Leila MOKADEM**, *Représentante Résidente*  
Banque Africaine de Développement (BAD)

**Madame Fatimata SAWADO**, *Représentant résident*  
Représentation de la Commission de l'UEMOA à Dakar

**Monsieur Léné SEBGO**, *Président*  
Conseil Régional de l'Épargne Publique et des Marchés Financiers (CREPMF)

**Monsieur Cheikhe Hadjibou SOUMARE**, *Président*  
Commission de l'UEMOA

**Monsieur M'Baye THIAM**, *Conseiller Spécial du Président*  
Banque Ouest Africaine de Développement

**Monsieur Mamadou TRAORE**, *Directeur*  
Conseil Régional de l'Épargne Publique et des Marchés Financiers (CREPMF)

## **VI - REPRESENTATIONS DIPLOMATIQUES**

**Monsieur Pascal FOURCAUT**, *Chef de Service Economique Régional*  
Ambassade de France au Sénégal

**Monsieur Nicolas MOUSSARD**, *Adjoint au Chef du Service Economique Régional*  
Ambassade de France au Sénégal

**Monsieur Steve PERRY**, *Conseiller économique et commercial*  
Ambassade des Etats-Unis au Sénégal

**Madame Safietou SECK**, *Spécialiste économique*  
Ambassade des Etats-Unis au Sénégal

## **VII - INSTITUTIONS ET ADMINISTRATIONS PUBLIQUES**

**Monsieur Mashoud Yérima AMADOU**, *Directeur Général*  
Direction Générale du Trésor et de la Comptabilité Publique - Togo

**Monsieur Ouolikoro KANE**, *Officier militaire*  
Assemblée Nationale de la République du Mali

**Monsieur Cheickh Sidi SECK, Conseiller du Ministre**

Ministère de l'Économie, des Finances et du Budget de la République du Mali

**Monsieur Ibrahima SY SAVANE, Président**

Haute Autorité de la Communication Audiovisuelle (HACA),  
Ancien Ministre de la Communication de Côte d'Ivoire

## **VIII - BANQUES ET ETABLISSEMENTS FINANCIERS DE L'UMOA**

**Monsieur Cosme AHOANSOU, Représentant**

Association Professionnelle des Banque et Etablissements Financiers du Bénin

**Monsieur Alioune CAMARA, Président**

Association Professionnelle des Banque et Etablissements Financiers du Sénégal

**Monsieur Abdoulaye DAFFE, Président Directeur Général**

Banque de Développement du Mali

**Monsieur Zakari DAROU-SALIM, Président**

Association Professionnelle des Banque et Etablissements Financiers du Togo

**Monsieur Moussa Alassane DIALLO, Président**

Association Professionnelle des Banque et Etablissements Financiers du Mali

**Monsieur Souleymane DIARRASSOUBA, Président**

Association Professionnelle des Banque et Etablissements Financiers de Côte d'Ivoire

**Monsieur Rizwan HAIDER, Directeur Général**

Orabank-Bénin

**Monsieur Alassane KONE, Président**

Association Professionnelle des Banque et Etablissements Financiers du Niger

**Monsieur Karim KONE, Président**

Association Professionnelle des Banque et Etablissements Financiers du Burkina

**Monsieur Mouddour MAHAMED, Secrétaire Général**

Association Professionnelle des Banque et Etablissements Financiers du Niger

**Madame Patricia MELO,**

Orabank-Bénin

**Monsieur Idrissa NASSA, Président Directeur Général**

CBI-Burkina

**Monsieur Abdelkrim RAGHNI, Administrateur Directeur Général**

CBAO Groupe Attijariwafa Bank

## **IX - ENTREPRISES ET OPERATEURS ECONOMIQUES**

**Monsieur Jean Kacou DIAGOU, Président**

Confédération Générale des Entreprises de Côte d'Ivoire

**Monsieur Kossivi NAKU, Président**

Conseil National du Patronat du Togo

**Monsieur Mamadou Lamine NIANG**, *Vice-Président*  
Chambre Consulaire Régionale de l'UEMOA pour le Sénégal

**Monsieur Mamadou SIDIBE**, *Président*  
Conseil National du Patronat du Mali

## **X - UNIVERSITES ET CENTRES DE RECHERCHE INTERNATIONAUX**

**Monsieur Nasser ARY TANIMOUNE**, *Professeur*  
Université d'Ottawa – Canada  
Premier Lauréat du Prix Abdoulaye FADIGA  
Membre du Comité Scientifique de la REM

**Monsieur Paul COLLIER**, *Professeur*  
Centre for the Study of African Economies  
University of Oxford – Grande Bretagne

**Monsieur Christian de BOISSIEU**, *Professeur*  
Université de Paris I Panthéon-Sorbonne – France

**Monsieur Michel NORMANDIN**, *Professeur*  
Institut d'Economie Appliquée, HEC Montréal – Canada  
Membre du Comité Scientifique de la REM

**Monsieur Patrick GUILLAUMONT**, *Professeur*  
Centre d'Etudes et de Recherches sur le Développement International (CERDI)  
Président de la Fondation pour les Etudes et Recherches  
sur le Développement International  
Clermont-Ferrand – France

**Monsieur David FIELDING**, *Professeur*  
University of Otago – Nouvelle-Zélande

**Madame Sylviane GUILLAUMONT**, *Professeur*  
Centre d'Etudes et de Recherches sur le Développement International (CERDI)  
Clermont-Ferrand – France

## **XI - UNIVERSITES ET CENTRES DE RECHERCHE SOUS-REGIONAUX**

**Monsieur Akoété Ega AGBODJI**, *Professeur*  
Université de Lomé – Togo

**Monsieur Barthélémy BIAO**, *Recteur*  
Université Africaine de Développement Coopératif (UADC) – Bénin

**Monsieur Nadédjo BIGOU-LARE**, *Professeur*  
Université de Lomé – Togo

**Monsieur Massaoly COULIBALY**, *Professeur*  
Université de Bamako – Mali

**Monsieur Ibrahim DIARRA**, *Directeur*  
Centre Ivoirien de Recherches Economiques et Sociales (CIRES)  
Université de Cocody Abidjan – Côte d'Ivoire

**Monsieur Mahamadou DIARRA**, Professeur  
Université de Koudougou – Burkina Faso

**Monsieur Ousmane Papa KANTE**, Professeur  
Université de Bamako – Mali

**Monsieur Amadou KAKA**, Professeur  
Doyen FASEJ, Université Abdou Moumouni de Niamey – Niger

**Monsieur Yaya KEHO**, Professeur  
Ecole Nationale Supérieure de Statistique et d'Economie Appliquée (ENSEA)  
Abidjan – Côte d'Ivoire

**Monsieur Magloire LANHA**, Professeur  
Université d'Abomey-Calavi – Bénin

**Monsieur Abdoulaye OUATTARA**, Professeur  
Doyen UFR-SEG, Université de Cocody Abidjan – Côte d'Ivoire

**Monsieur Mama OUATTARA**, Professeur  
Université d'Abidjan-Cocody, Centre Ivoirien de Recherche Economique et Sociale  
(CIRES) – Côte d'Ivoire  
Membre du Comité Scientifique de la REM

**Monsieur Seydou OUEDRAOGO**, Professeur  
Coordonnateur, Institut FREE Afrik (formations, recherches et études économiques)

**Monsieur Abdrahamane SANOGO**, Professeur  
Doyen FASEG, Université de Bamako – Mali

**Monsieur Tito Nestor TIEHI**, Professeur  
Vice-Doyen UFR-SEG, Université de Cocody, Abidjan – Côte d'Ivoire

**Monsieur Fafali KOUDAWO**, Professeur  
Université de Colinas de Boé – Guinée-Bissau

**Monsieur Egnonto KOFFI-TESSIO**, Professeur  
Université de Lomé – Togo  
Membre du Comité Scientifique de la REM

**Monsieur Boubacar BEIDARI**, Professeur  
Université de Niamey – Niger

**Monsieur Idrissa OUEDRAOGO**, Professeur  
Université de Ouagadougou 2 – Burkina Faso  
Membre du Comité Scientifique de la REM

**Monsieur Adama DIAW**, Professeur  
Université Gaston Berger de Saint-Louis – Sénégal  
Membre du Comité Scientifique de la REM

**Monsieur Fulbert AMOUSSOUGA GERO**, Professeur  
Universités d'Abomey Calavi de Cotonou – Bénin  
Président du Comité Scientifique de la REM

**Monsieur Yaovi Attigbé IHOU**, Directeur Général  
UTB – Togo

## XII - ANCIENS HAUTS RESPONSABLES DE L'UMOA ET DE LA BCEAO

**Monsieur Boukari ADJI,**

Ancien Premier Ministre de la République du Niger  
Ancien Vice-Gouverneur

**Monsieur Charles Konan BANNY, Président**

Commission Dialogue Vérité et Réconciliation (CDVR)  
Ancien Premier Ministre de la République de Côte d'Ivoire  
Ancien Gouverneur de la BCEAO

**Monsieur Henrique Hugo BORGES,**

Ancien Directeur National de la BCEAO pour la Guinée-Bissau

**Monsieur Daniel CABOU,**

Ancien Secrétaire Général de la BCEAO

**Madame Elisabeth DIAW,**

Ancien Conseiller du Gouverneur de la BCEAO

**Monsieur Jacques DIOUF,**

Ancien Secrétaire Général de la BCEAO

**Monsieur Eric Amah EKUE,**

Ancien Secrétaire Général de la Commission Bancaire de l'UMOA

**Monsieur Ali Badjo GAMATIE,**

Ancien Vice-Gouverneur de la BCEAO

**Monsieur Tiémoko Marc GARANGO,**

Ancien Ministre des Finances de la Haute-Volta  
Président du Comité Ministériel de Réforme (1972-1973)

**Monsieur Michel Komlanvi KLOUSSEH,**

Ancien Secrétaire Général de la BCEAO

**Monsieur Edem KODJO,**

Ancien Premier Ministre du Togo

**Monsieur Marcel KODJO,**

Ancien Secrétaire Général de la Commission Bancaire de l'UMOA

**Monsieur Gilbert MEDJE,**

Ancien Directeur National de la BCEAO pour le Bénin

**Monsieur Emmanuel-Marie NANA,**

Ancien Secrétaire Général de la Commission Bancaire de l'UMOA

**Monsieur Mbaye Diop SARR,**

Ancien Secrétaire Général de la BCEAO

**Monsieur Mamoudou TOURE,**

Ancien Ministre de l'Economie et des Finances du Sénégal

**Monsieur Younoussi TOURE,**

Président de l'Assemblée Nationale du Mali  
Ancien Premier Ministre du Mali  
Ancien Conseiller Spécial du Gouverneur de la BCEAO

## **XIII - BANQUE CENTRALE DES ETATS DE L'AFRIQUE DE L'OUEST**

### ***Siège et Directions Nationales***

**Monsieur Tiémoko Meyliet KONE,**  
Gouverneur

**Monsieur Jean-Baptiste COMPAORE,**  
Vice-Gouverneur

**Monsieur Mamadou DIOP,**  
Vice-Gouverneur

**Madame Fatimatou Zahra DIOP,**  
Secrétaire Général

**Madame Séna Elda Afiwa KPOTSRA,**  
Secrétaire Général Adjoint

**Monsieur Oumar Tatam LY,**  
Conseiller Spécial du Gouverneur  
Directeur Général des Opérations

**Monsieur Siriki KONE,**  
Conseiller du Gouverneur  
Directeur Général de l'Administration et du Patrimoine

**Monsieur Abdoulaye SECK,**  
Conseiller du Gouverneur  
Directeur Général de l'Organisation et des Systèmes d'Information

**Monsieur Joao Alage Mamadu FADIA,**  
Conseiller du Gouverneur  
Directeur National de la BCEAO pour la Guinée-Bissau

**Monsieur Fagnon Alain Florian KOUTANGNI,**  
Conseiller du Gouverneur  
Contrôleur Général

**Madame Danielle BENOIST,**  
Conseiller en Communication du Gouverneur

**Monsieur Ayaye Jean-Baptiste AMAN,**  
Directeur National de la BCEAO pour la Côte d'Ivoire

**Monsieur Evariste Sébastien BONOU,**  
Directeur National de la BCEAO pour le Bénin

**Monsieur Mahamadou GADO,**  
Directeur National de la BCEAO pour le Niger

**Monsieur Charles KI-ZERBO,**  
Directeur National de la BCEAO pour le Burkina

**Monsieur Kossi TENOU,**  
Directeur National de la BCEAO pour le Togo

**Monsieur Konzo TRAORE,**  
Directeur National de la BCEAO pour le Mali

**Madame Joëlle Annie BOLHO,**  
Directeur Général des Ressources Humaines et de la Formation

**Monsieur Ismaïla DEM,**  
Directeur Général des Etudes Economiques et de la Monnaie

**Monsieur Sogué DIARISSO,**  
Conseiller du Directeur Général des Etudes Economiques et de la Monnaie

**Madame Marguerite Aïssatou FAYE SOUMARE,**  
Conseiller du Contrôleur Général

**Monsieur Gnoan Abraham GNAMITCHE,**  
Conseiller du Directeur Général de l'Organisation et des Systèmes d'Information

**Monsieur Mamadou SEREME,**  
Conseiller du Contrôleur Général

**Monsieur Moussa SIRFI,**  
Conseiller du Directeur Général des Ressources Humaines et de la Formation

**Monsieur Paul Kaba THIEBA,**  
Conseiller du Directeur Général des Opérations

**Monsieur Sidiki TRAORE,**  
Conseiller du Directeur Général de l'Administration et du Patrimoine

**Monsieur Emmanuel Junior ASSILAMEHOO,**  
Directeur des Relations Internationales

**Monsieur Roger AGBOZOGNIGBE,**  
Directeur des Affaires Administratives

**Monsieur Armand BADIEL,**  
Directeur des Etudes

**Monsieur Bassambié BATIONO,**  
Directeur de la Recherche et de la Statistique

**Monsieur Alioune Blondin BEYE,**  
Directeur des Services Généraux

**Monsieur Chalouho COULIBALY,**  
Directeur de la Microfinance et des Systèmes Financiers Décentralisés

**Monsieur Boubacar DIA,**  
Directeur de l'Inspection et des Audits

**Monsieur Cheick Ahmed Tidiany DIAKITE,**  
Directeur des Activités Fiduciaire

**Monsieur Homialo GBEASOR,**  
Directeur de la Stabilité Financière

**Monsieur Kadjémna Guy GO-MARO,**  
Directeur de l'Organisation et des Méthodes

**Monsieur Bwaki KWASSI,**  
Directeur des Systèmes et Moyens de Paiement

**Monsieur Fama Adama KEITA,**  
Directeur de la Comptabilité

**Monsieur Ahmadou Al Aminou LO,**  
Directeur des Activités Bancaires et du Financement des Economies

**Monsieur Sahaka MAHAMAN SALAH,**  
Directeur du Contrôle de Gestion

**Monsieur Ousmane SAMBA MAMADOU,**  
Directeur du Centre Ouest Africain de Formation et d'Etudes Bancaires

**Madame Fall Aminata NIANG,**  
Directeur de la Sécurité

**Monsieur Ibrahima SYLLA,**  
Directeur du Personnel et des Affaires Sociales

**Monsieur Habib THIAM,**  
Directeur des Opérations de Marché

**Monsieur Adama YBIA,**  
Directeur du Patrimoine

**Madame Sylviane MENSAH,**  
Chef de Cabinet du Gouverneur

**Monsieur Papa Lamine DIOP,**  
Adjoint au Directeur de la Recherche et de la Statistique

**Monsieur Patrick KODJO,**  
Adjoint au Directeur de la Microfinance et des Systèmes Financiers Décentralisés

**Monsieur Komivi MOSSI,**  
Adjoint au Directeur du Centre Ouest Africain de Formation et d'Etudes Bancaires

**Madame Ka Marième NDIR,**  
Adjoint au Directeur des Services Généraux

**Madame Marie Evelyne Ablema SEABE,**  
Adjoint au Directeur du Personnel et des Affaires Sociales

**Monsieur Assane Kalidou THIAM,**  
Adjoint au Représentant de la BCEAO auprès des Institutions Européennes de Coopération

**Monsieur Madani TOURE,**  
Adjoint au Directeur des Etudes

**Monsieur Mahamane Alassane TOURE,**  
Adjoint au Directeur des Opérations de Marché

**Monsieur Antoine TRAORE,**

Adjoint au Directeur des Activités Bancaires et du Financement des Economies

**Monsieur Bazoumana Saiba TRAORE,**

Adjoint au Directeur du Patrimoine

**Monsieur Aubin ODAH,**

Contrôleur des Opérations, Direction de la Recherche et de la Statistique

**Monsieur N'Guessan Berenger ABOU,**

Chef du Service de la Recherche

**Monsieur Sékou CAMARA,**

Chef du Service de la Coopération Monétaire et de l'Intégration

**Monsieur Demba DIA,**

Chef du Service du Financement des Economies

**Monsieur Mahaman Tahir HAMANI,**

Chef du Service de la Balance des Paiements

**Monsieur Modibo KAMATE,**

Chef du Service des Etudes Economiques

**Monsieur Bassirou M. Racine KANE,**

Chef du Service des Risques Bancaires et Financiers

**Monsieur Florent MELESSE,**

Direction de la Recherche et de la Statistique

**Monsieur Gallo SOW,**

Direction de la Recherche et de la Statistique

**Monsieur Ousmane SOW,**

Direction de la Recherche et de la Statistique

**Monsieur Mathurin DEMBO TOE,**

Direction de la Recherche et de la Statistique

## **PROGRAMME DE DEROULEMENT DES TRAVAUX**



## **PREMIERE JOURNEE (05 NOVEMBRE 2012)**

### **CEREMONIE OFFICIELLE D'OUVERTURE DU SYMPOSIUM**

**9h00**

**Accueil et installation des participants**

**10h00**

**Cérémonie officielle d'ouverture**

Projection du film documentaire du 50<sup>e</sup> anniversaire de la BCEAO

Mot de bienvenue de Monsieur Tiémoko Meyliet KONE, Gouverneur de la BCEAO

Allocution d'ouverture du Symposium par Son Excellence Monsieur Macky SALL, Président de la République du Sénégal

Pause café

**11h00**

**SESSION 1 : « CONDUITE DE LA POLITIQUE MONETAIRE EN UNION MONETAIRE : DEFIS ET PERSPECTIVES – CAS DE L'UMOA »**

**Introduction générale** de Monsieur Charles Konan BANNY, Ancien Premier Ministre de la République de Côte d'Ivoire, Ancien Gouverneur de la BCEAO, Président de séance

**11h05**

**Présentateur** : Madame Sylviane GUILLAUMONT, Professeur émérite à l'Université d'Auvergne (France)

**11h30**

**Commentaires :**

- Monsieur Fulbert AMOUSSOUGA GERO, Professeur titulaire, Directeur de l'Ecole Doctorale des Sciences Economiques et de Gestion de l'Université d'Abomey-Calavi (Bénin), Président du Comité Scientifique de la Revue Economique et Monétaire (REM) de la BCEAO
- Monsieur Alexander JUNG, Senior Economist à la Banque Centrale Européenne (BCE)

**12h00**

**Débats**

**13h00**

**Fin des débats**

**13h15**

**Déjeuner**

## APRES-MIDI

### **SESSION 2 : « ROLE DES BANQUES CENTRALES DANS LE FINANCEMENT DE L'ECONOMIE : LEÇONS DE L'EXPERIENCE DES PAYS EMERGENTS »**

**15h00**

**Introduction générale** de Monsieur Min ZHU, Directeur Général Adjoint du FMI, Président de séance

**15h05**

**Présentateur** : Monsieur Paul COLLIER, Directeur du Centre for the Study of African Economies, Professeur d'économie à l'Université d'Oxford (Royaume-Uni)

**15h30**

**Commentaires :**

- Madame Sarah O. ALADE, Vice-Gouverneur de la Banque Centrale du Nigeria
- Docteur Luiz Edson FELTRIM, Vice-Gouverneur de la Banque Centrale du Brésil
- Monsieur Deepak MOHANTY, Directeur Général de la Reserve Bank of India
- Monsieur Adama DIAW, Professeur Titulaire, Université Gaston Berger de Saint-Louis (Sénégal), Membre du Comité Scientifique de la REM

**16h00**

**Débats**

**17h00**

**Fin des débats**

**19h00**

**Dîner de gala**

## DEUXIEME JOURNEE (06 NOVEMBRE 2012)

### **SESSION 3 : « MUTATIONS DU SECTEUR FINANCIER, CROISSANCE ECONOMIQUE ET STABILITE FINANCIERE : QUELLES REPONSES LES BANQUES CENTRALES PEUVENT-ELLES APPORTER ? »**

**9h00**

**Introduction générale** de Monsieur Sheku Sambadeen SEESAY, Gouverneur de la Banque de Sierra Leone, Président du Conseil des Gouverneurs de la ZMAO, Président de séance

**9h05**

**Présentateur** : Monsieur David FIELDING, Professeur d'économie à l'Université d'Otago (Nouvelle-Zélande)

**9h30**

**Commentaires :**

- Monsieur Carlos COSTA, Gouverneur de la Banque du Portugal
- Monsieur Jules BONDOMBE ASSANGO, Vice-Gouverneur de la Banque Centrale du Congo
- Monsieur Idrissa OUEDRAOGO, Professeur Titulaire, Université de Ouagadougou, Membre du Comité Scientifique de la REM

**10h00**

**Débats**

**11h00**

**Fin des débats**

**Pause café**

### **PANEL DE CLOTURE**

**11h30**

Introduction générale de Monsieur Abdellatif JOUAHRI, Gouverneur de Bank Al-Maghrib, Président de séance

**11h35**

Monsieur Lucas ABAGA NCHAMA, Gouverneur de la BEAC

**11h40**

Monsieur Abdoulaye Yéro BALDE, Vice-Gouverneur de la Banque Centrale de la République de Guinée

**11h45**

Monsieur Osvaldo LIMA, Administrateur de la Banque Centrale du Cap-Vert

**11h50**

Monsieur Robert OPHELE, Sous-Gouverneur de la Banque de France

**11h55**

Monsieur Zakari MUMUNI, Assistant du Vice-Gouverneur de la Banque du Ghana

**12h00**

Monsieur Mama OUATTARA, Professeur Titulaire, Université Félix Houphouët- Boigny (Côte d'Ivoire), Membre du Comité Scientifique de la REM

**12h05**

Monsieur Christian de BOISSIEU, Président du Conseil Scientifique du Laboratoire d'Excellence sur la Régulation Financière, Professeur d'économie à l'Université de Paris I Panthéon-Sorbonne (France)

**12h10**

Suspension de la séance

## **CEREMONIE DE CLOTURE DU SYMPOSIUM ET DE REMISE DU PRIX ABDOULAYE FADIGA POUR LA PROMOTION DE LA RECHERCHE ECONOMIQUE,**

### **EDITION 2012 « SPECIAL CINQUANTENAIRE DE LA BCEAO »**

**12h25**

**Remarques conclusives** de Monsieur Tiémoko Meyliet KONE, Gouverneur de la BCEAO

**12h35**

**Remerciements** de Monsieur Tièna COULIBALY, Président du Conseil des Ministres de l'UMOA

**12h45**

**Allocution** du Professeur Fulbert AMOUSSOUGA GERO, Directeur de l'Ecole Doctorale de Sciences Economiques et de Gestion de l'Université d'Abomey-Calavi (Bénin), Président du Comité de Lecture de l'édition 2012 du Prix

**12h55**

**Remise des Symboles du Prix d'encouragement au Lauréat** par Son Excellence Monsieur Macky SALL, Président de la République du Sénégal

**13h05**

**Remise des Symboles de l'édition 2012 du Prix Abdoulaye FADIGA au Lauréat** par Son Excellence Dr Alassane OUATTARA, Président de la République de Côte d'Ivoire, Gouverneur Honoraire de la BCEAO

**13h15**

**Allocution de clôture** par Son Excellence Dr Alassane OUATTARA, Président de la République de Côte d'Ivoire, Gouverneur Honoraire de la BCEAO

***Fin de la cérémonie***

ACHEVÉ D'IMPRIMER SUR LES PRESSES  
DE L'IMPRIMERIE DE LA BCEAO  
AOÛT 2013





**BCEAO**

BANQUE CENTRALE DES ETATS  
DE L'AFRIQUE DE L'OUEST

Avenue Abdoulaye Fadiga  
BP 3108 - Dakar - Sénégal  
[www.bceao.int](http://www.bceao.int)