

MÉCANISME AFRICAIN DE STABILITÉ FINANCIÈRE



PROJET DE RAPPORT
TECHNIQUE ET OPÉRATIONNEL
JANVIER 2025

Table des matières

Avant-propos	III
Remerciements	IV
Sigles et abréviations	V
Résumé analytique	1
1. Introduction	6
2. Dynamique et perspectives actuelles de la dette africaine	8
2.1. Forte augmentation de la dette africaine	8
2.2. La dette est davantage non concessionnelle	11
2.3. Coût plus élevé de la dette	12
2.4. Risque croissant de surendettement et risque de refinancement	16
3. La justification d'un Mécanisme africain de stabilité financière	21
3.1. Lacunes de l'architecture financière internationale existante	21
3.2. Une référence des mécanismes de stabilité financière existant sur d'autres continents	26
4. Appel à la création d'un MASF	31
4.1. Mandat de niche et valeur ajoutée du MASF	31
4.2. Instruments de prêt du MASF	32
4.3. Limites du mandat du MASF et considérations possibles	33
4.4. Coopération du MASF avec le FMI	34
4.5. Justification des contributions des pays au MASF	35
4.6. Considérations finales sur la niche et la valeur ajoutée du MASF	36
5. Structure juridique	37
5.1. Organisation fondée sur un traité non affiliée à l'UA	37
5.2. Mécanisme de financement à vocation spéciale non régi par un traité	39
5.3. Organe, Institution ou Bureau de l'UA	42
5.4. Le MASF en tant qu'agence spécialisée de l'UA	43
6. Structure d'adhésion	44
6.1. Membres africains uniquement	44
6.2. Ouverture aux membres non africains	45
6.3. Ouverture aux membres non souverains	46
6.4. Matrice récapitulative de la structure juridique	47
7. Structure du capital	49
7.1. Contributions des membres uniquement	50
7.2. Structure de financement de marché	52
8. Conclusions et considérations relatives à la mise en œuvre du MASF	63
Annexes	65
Annexe 1 : Guide de l'utilisateur du modèle financier	65
Annexe 2 : Exemple d'état financier du MASF	69
Annexe 3 : Facteurs qualitatifs requis pour la note de crédit du MASF	70
Annexe 4 : Conséquences de la notation sur le financement et les coûts d'exploitation	72
Annexe 5 : Exemples de réussite du MES	73
Annexe 6 : Analyse coûts-bénéfices du MASF	75
1. Acquisition de données et estimation des paramètres	76
2. Simulation des taux d'intérêt	77
a. Le processus d'Ornstein-Uhlenbeck (OU) au titre de la simulation des taux	77
3. Gestion de portefeuille obligataire	78

Liste des tableaux

- Tableau 1 : ODD et objectifs de croissance de l'Agenda 2063
 Tableau 2 : Indicateurs de développement financier
 Tableau 3 : Pays à risque élevé ou en situation de surendettement à septembre 2024
 Tableau 4 : Instruments de prêt du FMI
 Tableau 5 : Accords financiers du FMI avec des pays africains
 Tableau 6 : Mécanismes de financement régionaux
 Tableau 7 : Instruments de prêt du MES
 Tableau 8 : Volumes du CMIM
 Tableau 9 : Mécanismes de financement régionaux
 Tableau 10 : Autres structures d'adhésion à un MFR
 Tableau 11 : Matrice récapitulative des options juridiques, de gouvernance, d'adhésion et de gestion
 Tableau 12 : Études de cas des mécanismes financiers régionaux
 Tableau 13 : Composition de la notation des actionnaires
 Tableau 14 : Composition des capitaux propres
 Tableau 15 : Contributions des pays africains au MASF

Liste des figures

- Figure 1 : Dette publique totale de l'Afrique
 Figure 2 : Croissance de la dette non concessionnelle en pourcentage de la dette africaine moyenne
 Figure 3 : Échéance moyenne des nouveaux engagements au titre de la dette extérieure
 Figure 4 : Tendances des taux des fonds fédéraux
 Figure 5 : Rendement à l'échéance (YTM) moyen (%) de tous les pays africains émettant des euro-obligations
 Figure 6 : Composition du service de la dette africaine
 Figure 7 : Performance d'un panier de monnaies africaines représentant 65 % du PIB de l'Afrique par rapport à l'USD
 Figure 8 : Notations de crédit des pays africains au fil du temps
 Figure 9 : Classement des pays africains par risque de surendettement
 Figure 10 : Comparaison des rendements obligataires historiques des pays ayant obtenu la notation BB
 Figure 11 : Échéances des euro-obligations par pays
 Figure 12 : Service de la dette extérieure par pays
 Figure 13 : Besoins de refinancement de la dette par catégorie de revenu
 Figure 14 : Architecture financière internationale et rôle de chaque institution
 Figure 15 : Modèle de mise en pension de la LSF
 Figure 16 : Rendement des obligations européennes à 10 ans (%)
 Figure 17 : Chronologie du CMIM
 Figure 18 : Indicateurs financiers du FLAR
 Figure 19 : Calendrier de déploiement des instruments du MASF
 Figure 20 : Calendrier et événements clés du MES
 Figure 21 : Structure de gouvernance de l'IFFIm
 Figure 22 : Structure de gouvernance d'Africa50
 Figure 23 : Structure illustrative des contributions des membres
 Figure 24 : Economies cumulées réalisées par le MASF
 Figure 25 : Aperçu de la méthodologie de l'analyse coûts-bénéfices

Avant-propos

A lors que les besoins de financement du développement de l'Afrique augmentent, l'architecture financière mondiale n'est pas structurée de manière appropriée pour y apporter le soutien nécessaire. Premièrement, les ressources fournies n'atteignent pas le volume nécessaire pour combler le déficit de 1 200 milliards de dollars qu'il faudrait pour financer les ODD jusqu'en 2030. Deuxièmement, il est difficile de parvenir à une restructuration ordonnée de la dette, le processus de restructuration étant désordonné, long et coûteux, toutes choses qui présentent de sérieux risques pour les pays africains confrontés au surendettement. Troisièmement, malgré des besoins élevés en liquidités estimés à 10 milliards de dollars par an en moyenne entre 2024 et 2033, l'architecture financière internationale actuelle n'est pas en mesure de fournir des liquidités abordables à l'échelle nécessaire pour répondre aux besoins de l'Afrique en vue du refinancement de sa dette. L'Afrique reste en effet le seul continent à ne pas disposer d'un mécanisme financier régional adapté à ses besoins et défis spécifiques. Il s'ensuit que le coût d'accès à la liquidité reste élevé, avec un rendement moyen de 15 % en 2023 pour une euro-obligation à 10 ans, contre 7 % en 2019. En outre, les emprunts souverains africains sont soumis à une prime plus élevée pour accéder à la liquidité sur le marché obligataire, comparé à ceux d'autres continents affichant une notation comparable. Par conséquent, de nombreux pays africains confrontés à des obligations de refinancement de la dette ont récemment eu recours à des euro-obligations à des taux beaucoup plus élevés pour combler leurs déficits de financement, augmentant ainsi leurs charges financières. Les facteurs de vulnérabilité liés à la dette augmentent, le nombre de pays africains à haut risque ou en situation de surendettement passant de 13 en 2010 à 21 en 2024. C'est dire que l'Afrique a besoin d'un filet de sécurité régional qui permettrait d'accéder à des liquidités au coût abordable en vue d'un refinancement de la dette à grande échelle.

Reconnaissant le défi du refinancement de la dette de l'Afrique, la Conférence des chefs d'État et de gouvernement de l'Union africaine a appelé en février 2022 à la création d'un Mécanisme africain de stabilité financière (MASF) et a demandé à la Commission de l'Union africaine (CUA) et au Groupe de la Banque africaine de développement de « travailler avec toutes les parties prenantes concernées pour accélérer l'opérationnalisation du mécanisme et sa montée en puissance ». Le Mécanisme africain de stabilité financière vise à apporter une aide au refinancement de la dette aux pays africains en déficit de liquidités et courant le risque de se retrouver en situation de surendettement, ce à des conditions financières avantageuses, sous réserve de mesures stratégiques spécifiques.

Le présent rapport propose les structures juridiques, d'adhésion et de capital du Mécanisme africain de stabilité financière et recommande qu'il soit établi en tant qu'organisation fondée sur un traité et dotée de structures juridiques, financières et de gouvernance indépendantes. La structure de son capital devra être constituée uniquement de contributions des membres et d'apports en financement par le marché. En outre, bien que l'adhésion au Mécanisme africain de stabilité financière soit volontaire et ouverte à tous les États membres de l'Union africaine, au moins 20 % de ses membres seront non africains, à condition que les États membres africains conservent toujours la majorité des actions.



Dr. Akinwumi Adesina

Président, Groupe de la Banque africaine de développement

Remerciements

Le rapport technique et opérationnel du Mécanisme africain de stabilité financière (MASF) a été préparé sous la direction générale et la supervision du professeur Kevin Chika Urama, chef économiste et vice-président du Groupe de la Banque africaine de développement (BAD), et de l'Ambassadeur Albert Muchanga, commissaire au développement économique, au commerce, au tourisme, à l'industrie et aux minéraux à la Commission de l'Union africaine (CUA).

La préparation du rapport a été supervisée par Désiré Vencatachellum, directeur principal du département chargé des économies pays à la BAD et Djamel Ghrib, directeur chargé du développement économique, de l'intégration et du commerce à la CUA. Le chef de projet, Jacob Oduor, économiste spécialiste en chef à la BAD, a été épaulé par Patrick Ndzana Olomo, chef de la division de la politique économique et du développement durable à la CUA, Flavio Soares Da Gama, économiste pays principal à la BAD, Alassane Diabaté, économiste pays principal à la BAD et Gassama Khadidiatou, économiste pays principale à la BAD. Adamon Mukasa, Amah Koffi, Mandy Mauyakufa, Rumbidzai Treddah Manhando, Tricia Effe Baidoo et Eugenia Grant ont apporté un excellent soutien administratif aux travaux du rapport.

Le rapport a bénéficié des révisions et des commentaires du personnel interne de la BAD et de la CUA ainsi que d'experts externes. Au sein de la BAD, des commentaires et des suggestions ont été reçus de Jacques Djofack, directeur du Département de la gestion financière, de Ricardo Carvalheira, chef de la division chargée de la gestion de l'actif et du passif, Yvonne Boliano-Camara, chargée en chef des politiques au cabinet du Président, Molka Majdoub, analyste principal des politiques au cabinet du Président, Brendon Moyo, expert juridique supérieur, Ferdinand Bakoup, économiste spécialiste en chef au Front Office du chef économiste, Jarrett Josiah Maximilian Bankole, directeur de la stratégie et l'exécution au cabinet du Président, Anthony Simpasa, directeur du Département de la politique macroéconomique, de la prévision et de la recherche, Benjamin Accam, chargé principal du risque pays, Adewale Iyanda, chargé en chef de la politique de gouvernance institutionnelle au Bureau du secrétaire général, Max Ndiaye, directeur principal chargé des syndicats au Forum pour l'investissement en Afrique et des solutions clients et Eric Ogunleye, directeur de l'Institut africain de développement. À la CUA, des commentaires et des suggestions ont été reçus du juriste Ronnel Inonge Sisamu. Le rapport a également bénéficié des précieux commentaires et suggestions des experts des pays membres de l'Union africaine (UA) lors de la 7e session ordinaire du Comité technique spécialisé (CTS-UA) sur les finances, les affaires monétaires, la planification économique et l'intégration, qui s'est tenue du 3 au 7 juillet 2024 à Tunis (Tunisie) et de la 5e session extraordinaire du CTS-UA, qui s'est tenue du 28 au 30 novembre 2024 à Abuja (Nigeria), ainsi que des consultations continentales qui ont eu lieu le 27 novembre 2024 à Abuja.

Le cabinet Lion's Head, dirigé par Maud Le Moine, directrice générale, qui était accompagnée de Bernat Camps-Adrogué, Tay Drummond et Ni Wayan Ariastini, a apporté une aide technique précieuse.

La conception et la mise en page du rapport ont été réalisées par Guy-Ange Gnabro, Justin Kabasele et Laetitia Yattien-Amiguet du Département de la communication et des relations extérieures de la Banque. Le travail éditorial et la traduction ont été réalisées par le Département des services linguistiques de la Banque.

Sigles et abréviations

AACE	Agence de crédit à l'exportation
AFR	Accords financiers régionaux
ANC	Agence de notation de crédit
ASEAN	Association des nations de l'Asie du Sud-Est
BAD	Banque africaine de développement
BCE	Banque centrale européenne
BMD	Banque multilatérale de développement
CEA	Commission économique des Nations Unies pour l'Afrique
CMIM	Multilatéralisation de l'Initiative de Chiang Mai
CTS	Comité technique spécialisé
CUA	Commission de l'Union africaine
DTS	Droits de tirage spéciaux
FAR	Fonds andin de réserve
FED	Réserve fédérale américaine
FESF	Fonds européen de stabilité financière
FMA	Fonds monétaire africain
FMI	Fonds monétaire international
FLAR	Fonds de réserve latino-américain
IFI	Institution financière internationale
LSF	Facilité de liquidité et de durabilité
MASF	Mécanisme africain de stabilité financière
ME	Marché émergent
MES	Mécanisme européen de stabilité
ODD	Objectif de développement durable
PB	Point de base
PIB	Produit intérieur brut
PFR	Pays à faible revenu
PMR	Pays membres régionaux
PRI	Pays à revenu intermédiaire
PRFI	Pays à revenu faible et intermédiaire
SPV	Mécanisme de financement à vocation spéciale
UA	Union africaine
UE	Union européenne
USD	Dollar des États-Unis d'Amérique
YTM	Rendement à l'échéance

Résumé analytique

Depuis 2010, la dette publique de l'Afrique s'est accrue considérablement. Désormais, elle est davantage non concessionnelle et à court terme. Entre 2010 et 2024, cette dette a enregistré une hausse vertigineuse de 170 %, excédant 1 800 milliards d'USD, en partie à cause de chocs externes tels que la crise financière mondiale, la pandémie de COVID-19 et les tensions géopolitiques. Certes, plusieurs pays africains ont connu une bonne croissance économique durant la période 2010-2019, mais celle-ci était insuffisante au regard du montant de la dette contractée, menaçant ainsi la stabilité économique du continent. La baisse des financements concessionnels, couplée à des chocs extérieurs persistants, a incité les pays africains à contracter davantage de dettes non concessionnelles, qui représentent actuellement 72 % de la dette totale. Par conséquent, le service de la dette est un fardeau plus lourd qui accroît le risque de financement. De plus, les échéances de la dette sont plus courtes. En effet, l'échéance moyenne de la dette extérieure de l'Afrique est passée de près de 23 ans en 2011 à environ 17 ans en 2022. Aussi les gouvernements africains sont-ils confrontés à des risques plus importants liés à la durée, outre le risque de refinancement, compte tenu du décalage important entre l'échéance des euro-obligations et celle des actifs sous-jacents financés. En raison d'échéances plus courtes et d'un fardeau accru du service de la dette, les obligations de remboursement arrivent à échéance plus rapidement qu'auparavant. De plus, des chocs extérieurs persistants ont alourdi le fardeau de la dette. Plusieurs pays africains sont confrontés à des charges de remboursement de la dette plus lourdes, attribuées aux récentes dépréciations du taux de change.

Outre les besoins élevés de refinancement de la dette, l'accès aux liquidités est coûteux, et la mobilisation des marchés de capitaux en faveur des marchés émergents (ME) est limitée. Étant donné que les obligations de remboursement arrivent à échéance rapidement, les besoins de liquidités de l'Afrique pour le remboursement ou le refinancement de la dette à court terme sont élevés. Ceux-ci sont estimés en moyenne à 10 milliards d'USD par an entre 2024 et 2033. Cela expose de nombreux pays africains à d'importants risques de viabilité de la dette et de défaut de paiement. Par conséquent, le nombre de pays à haut risque ou en situation de surendettement a bondi, passant de 13 en 2010 à 21 en 2024. Malgré des besoins élevés, l'accès des ME d'Afrique aux liquidités est limité et très coûteux. Le rendement moyen des euro-obligations africaines à 10 ans a atteint des sommets de 15 % en 2023, contre 7 % en 2019. De plus, les pays africains paient une prime d'accès aux liquidités plus élevée comparativement à leurs pairs des autres continents.

Malgré le coût élevé de l'accès à la liquidité, l'architecture financière internationale actuelle est inadéquate pour aider l'Afrique à faire face à son problème de refinancement de la dette. Aucune institution financière internationale travaillant en Afrique n'a de mandat direct de refinancement de la dette. Aussi convient-il de mettre en place un mécanisme

visant à combler le déficit de refinancement de la dette à grande échelle et à moindre coût, aux fins d'atténuer tout effet budgétaire négatif, y compris les défauts de paiement, ainsi que l'éviction des investissements sociaux et en capital. C'est dans ce contexte que la Conférence des chefs d'État et de gouvernement de l'Union africaine, par décision Assembly/AU/Déc.. 817 (XXXV) de février 2022, a préconisé la création du Mécanisme africain de stabilité financière (MASF) et demandé à la Commission de l'Union africaine (CUA) et au Groupe de la Banque africaine de développement de « travailler avec toutes les parties prenantes concernées pour accélérer l'opérationnalisation du mécanisme et sa montée en puissance ».

Le MASF se concentrera sur le refinancement de la dette en tant que niche et valeur ajoutée, pour éviter de reproduire le mandat d'autres institutions (notamment, le Fonds monétaire africain et le Fonds monétaire international) qui consiste à soutenir la balance des paiements des pays. Le mécanisme offrira un financement à des conditions favorables aux pays exposés à un risque de surendettement; il empêchera les défauts de paiement dus à l'illiquidité et fournira une plateforme propice à une restructuration ordonnée de la dette. Pour remplir le mandat de refinancement de la dette à grande échelle, les instruments de prêts du MASF comprendront principalement des prêts de refinancement de la dette; et, au fil du temps, ils pourraient inclure également des achats primaires et secondaires d'obligations des membres - aucune IFI ne propose actuellement cet instrument aux pays africains. De plus, le MASF peut envisager des garanties et des instruments de soutien spéciaux. Le mécanisme collaborera également avec des institutions financières internationales, y compris le FMI, en suivant les principes de coopération du G20 aux fins d'améliorer la prévention et la résolution des crises, en garantissant des conditions de prêt cohérentes, et en tirant parti des atouts des institutions concernées pour assurer la stabilité financière régionale et mondiale. Dans le cadre de l'architecture financière internationale, le MASF renforcera la stabilité financière individuelle et collective des pays africains.

Certes, la structure juridique du MASF pourrait prendre la forme d'une organisation régie par un traité, ou d'un mécanisme à vocation spéciale (SPV) non visé par un traité, mais la structure des membres peut inclure ou non des États non africains, alors que celle du capital peut permettre un financement par le marché ou intégrer des contributions réservées aux membres. Trois types d'organisations régies par un traité sont à l'étude, à savoir : i) un organe, une institution ou un bureau de l'UA; ii) une agence spécialisée de l'UA, ou iii) une agence non affiliée à l'UA. Une organisation régie par un traité garantit une stabilité juridique, une légitimité internationale, la responsabilité des membres, une gouvernance solide et un statut de créancier privilégié, mais elle peut nécessiter un long délai de création. Un SPV non visé par un traité offre potentiellement plus de rapidité, un financement diversifié, de l'adaptabilité et un modèle de gouvernance sur mesure, mais elle risque de ne bénéficier ni du statut de créancier privilégié ni de la reconnaissance internationale. En termes d'adhésion, le MASF peut admettre des membres non régionaux aux fins de bénéficier d'un financement plus important et d'une notation de crédit plus élevée, mais cela risque ainsi de diluer la participation de l'Afrique.

Dans les deux cas, la gouvernance doit inclure une responsabilité claire, une prise de décision efficace, l'atténuation des risques et la promotion de la viabilité de la dette. Concernant la structure du capital, le MASF peut opter pour un financement de marché en mobilisant des fonds sur les marchés internationaux des capitaux, ou tableur uniquement sur les contributions des membres au titre des reconstitutions périodiques. L'accès aux marchés des capitaux présente l'avantage de permettre au MASF de tirer parti de sa base de ressources pour répondre aux besoins de liquidités à grande échelle des pays africains. Néanmoins, il conviendra d'enregistrer une notation de crédit adéquate pour pouvoir mobiliser des fonds à moindre coût; à cet effet, la participation de membres très bien notés peut s'avérer nécessaire.

Le présent rapport simule les besoins en capital du MASF selon différentes structures de capital et d'adhésion. Le modèle suppose que des prêts seront accordés à certains pays, au titre du remboursement de la dette des euro-obligations, à hauteur d'un maximum de 5 milliards d'USD par an, soit 50 % des besoins annuels totaux estimés à 10 milliards d'USD, étant donné que les pays africains endettés ne demanderont pas tous une aide financière. Dans le cadre de la structure du capital de financement de marché, le modèle utilise la notation cible Aa/AA pour permettre au MASF de garantir un accès constant aux marchés internationaux à moindre coût. Si la note est inférieure à Aa/AA, le MASF aura un accès restreint aux marchés internationaux, le coût de financement sera plus élevé et entraînera une hausse des coûts de prêt.

Pour atteindre la note Aa/AA ciblée, le MASF aura besoin d'au moins 20 % de membres non africains. Toutefois, une participation à 100 % africaine est une autre option qui générera une note inférieure A2/A. Selon les hypothèses actuelles, la solidité financière intrinsèque du MASF est A2/A. Pour atteindre la note Aa/AA ciblée, le MASF aura besoin d'un soutien supplémentaire des actionnaires issus de pays membres affichant une note de crédit élevée. Compte tenu des objectifs de prêt et de ratio financier, ainsi que du profil de risque attendu du MASF, nous estimons que ce mécanisme aura besoin d'au moins 20 % de membres non africains classés Aa/AA ou mieux. Étant donné qu'aucun pays africain n'est noté Aa/AA (le mieux classé est le Botswana avec une note A3/A), le MASF ne pourra pas atteindre cette note cible avec 100 % de membres africains. Uniquement sur la base de sa solidité financière, sans le soutien des actionnaires non africains, le MASF pourrait potentiellement obtenir une note A2/A. En plus d'avoir un impact sur la capacité du mécanisme à vocation spéciale à se financer sur les marchés des capitaux à moindre coût, à grande échelle, et sans restriction, cette option impliquerait également une contribution plus élevée aux capitaux propres des États africains. D'autres réserves de fonds propres potentielles peuvent être envisagées à l'appui de la notation de crédit dans différents scénarios d'adhésion, y compris le capital callable ou le capital hybride.

Les simulations montrent qu'une structure de capital de financement de marché intégrant 20 % de membres non africains peut optimiser les besoins en fonds propres, tout en maintenant une base de participation africaine substantielle pour garantir la pérennité du marché et son alignement sur les objectifs régionaux. Dans le cadre de la structure du capital de financement de marché, le MASF nécessitera un capital libéré

minimum initial de 3 milliards d'USD au premier jour de son exploitation, aux fins de soutenir les coûts de mise en place et le programme de prêt de 5 milliards d'USD par an. Le capital libéré minimum initial de 3 milliards d'USD suppose un ratio d'endettement prudent de 57 % de dette et de 43 % de capitaux propres, et une notation de crédit Aa/AA ciblée. Le montant du capital versé devrait être porté à 16 milliards d'USD sur une période de 10 ans, pour soutenir la croissance du portefeuille de prêts. Actuellement, le modèle suppose l'amortissement des prêts, une échéance de 10 ans et aucun différé d'amortissement. Après 10 ans, le portefeuille de prêts du MASF pourra atteindre 30 milliards d'USD et sera entièrement capitalisé. Dans le cadre de cette structure, la contribution moyenne des membres africains s'élèvera à 236 millions d'USD sur une période de 10 ans (47 millions d'USD la première année, et 21 millions d'USD annuellement de la deuxième à la dixième année).

Dans une structure composée à 100 % de membres africains, leur contribution moyenne en fonds propres serait 40 % plus élevée et induirait une baisse de la note. Certes, il est possible de compter 100 % de membres africains dans le cadre d'une structure de capital de financement de marché, mais le MASF afficherait une note inférieure, probablement A2/A. Dans le cadre de cette structure de capital, 4 milliards d'USD seraient nécessaires dès le premier jour des opérations du MASF (en hausse par rapport aux 3 milliards d'USD engrangés avec 20 % de membres non africains), et ce chiffre s'élèvera à 18 milliards d'USD sur une période de 10 ans. La contribution en fonds propres de chaque pays membre atteindrait en moyenne 330 millions d'USD sur 10 ans, contre 236 millions d'USD antérieurement (69 millions d'USD à la première année, et 29 millions d'USD annuellement, de la deuxième à la dixième année). Les exigences totales en capital sont plus élevées que dans l'hypothèse d'une notation cible Aa/AA et un scénario de 80 % de membres africains contre 20 % de membres non africains, en raison de la hausse du coût présumé du capital et de celui du financement.

L'analyse montre que l'option de financement hors marché (contributions uniquement) implique une contribution moyenne en fonds propres plus élevée de chaque pays membre. Dans le cadre de la structure du capital constituée uniquement de contributions, que ce soit une adhésion 100 % africaine ou avec des membres non africains, les membres du MASF contribueront à hauteur de 5 milliards d'USD au premier jour de fonctionnement du mécanisme, et au total 30 milliards d'USD sur 10 ans, période à laquelle les premiers prêts arriveront à échéance. Cette contribution dépasse les 16 milliards d'USD de financement de marché avec 20 % de membres non africains, et 18 milliards d'USD dans le cadre d'une adhésion 100 % africaine. La contribution moyenne de chaque pays membre sans financement de marché sera plus élevée, soit 534 millions d'USD (102 millions d'USD à la première année, et 48 millions d'USD annuellement, de la 2e à la 10e année).

Conformément à la Déclaration ministérielle faite par le Comité technique spécialisé (CTS) de l'Union africaine (UA) sur les finances, les affaires monétaires, la planification économique et l'intégration lors de sa 5è réunion extraordinaire tenue à Abuja les 28 et 29 novembre 2024, il a été recommandé au MASF d'adopter une double structure

de capital, combinant le financement des marchés et les contributions des membres. Cette approche permettra au MASF de mobiliser des ressources auprès des marchés de capitaux internationaux, tout en assurant une base de financement stable grâce aux contributions des membres.

De plus, le CTS-UA a recommandé que le MASF admette au moins 20 % de membres non africains aux fins de renforcer sa solidité financière et d'atteindre une notation de crédit cible de Aa/AA, à condition que les États membres africains conservent une participation majoritaire. L'adhésion au MASF sera volontaire, ce qui favorisera l'inclusivité tout en préservant l'appropriation et le leadership africains.

Le CTS-UA a recommandé également que le MASF soit établi en tant qu'organisation fondée sur un traité et dotée de structures juridiques, financières et de gouvernance indépendantes. Ce cadre fournira au mécanisme la flexibilité, l'autonomie et la légitimité nécessaires pour remplir efficacement son mandat.

Le Comité technique spécialisé (CTS) de l'Union africaine (UA) sur les finances, les affaires monétaires, la planification économique et l'intégration a approuvé le rapport technique et opérationnel du MASF à soumettre à l'Assemblée de l'UA en février 2025. De plus, le CTS-UA a recommandé à la Commission de l'Union africaine (CUA) et à la Banque africaine de développement (BAD) de constituer une équipe technique d'experts des États membres de l'UA aux fins d'élaborer une feuille de route détaillée et d'accélérer la création du MASF après l'examen du rapport par la Conférence de l'UA en février 2025.

1. Introduction

Après une période de liquidités abondantes et de taux d'intérêt bas, les emprunts intérieurs et extérieurs de l'Afrique ont augmenté considérablement. Désormais, la dette est davantage non concessionnelle et à court terme; par conséquent, les obligations de remboursement arrivent plus rapidement. Actuellement, les besoins de liquidités de l'Afrique au titre du remboursement ou du refinancement de la dette sont importants et croissants. La situation s'est aggravée davantage en raison de la pandémie de COVID-19, des répercussions de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, et du resserrement des conditions de financement mondiales, qui ont induit une dépréciation rapide des monnaies locales et une augmentation de la dette en termes réels. En conséquence, plusieurs pays africains subissent des pressions croissantes dues à l'endettement, éprouvent des difficultés à honorer leurs obligations au titre du service de la dette, ou sont confrontés à de véritables défauts de paiement. Pour relever ces défis, la Conférence des chefs d'État et de gouvernement de l'UA, par décision Assembly/AU/Déc.. 817 (XXXV) de février 2022, a préconisé la création du MASF et demandé à la Commission de l'Union africaine (CUA) et à la BAD de «travailler avec toutes les parties prenantes concernées pour accélérer l'opérationnalisation du mécanisme et sa montée en puissance».

Conformément à la décision du Sommet de l'UA, la BAD a travaillé avec la CUA, en consultation avec les parties prenantes concernées, pour évaluer les options de création du MASF. Plusieurs étapes ont été franchies à septembre 2024. Premièrement, une note conceptuelle justifiant la création du MASF a été élaborée en mai 2021. Deuxièmement, des consultations techniques préliminaires ont été organisées avec les principales parties prenantes, notamment les points focaux des pays africains, d'autres mécanismes régionaux de stabilité financière, et le Comité technique spécialisé (CTS) sur les finances, les affaires monétaires, la planification économique et l'intégration de l'UA. Troisièmement, un groupe consultatif de haut niveau composé de dix éminents experts de la finance mondiale a été créé en 2021 pour mener une campagne internationale en faveur du MASF. Des consultations bilatérales ont commencé avec les experts et se poursuivront durant le deuxième semestre 2024. Quatrièmement, une session technique du Conseil d'administration de la Banque africaine de développement s'est tenue le 5 avril 2024, aux fins d'informer les administrateurs des dispositions prises pour la mise en place du MASF, des étapes déjà franchies, et des phases suivantes. Enfin, la 6e réunion de coordination semestrielle de l'UA entre l'Union africaine, les comités économiques régionaux et les mécanismes régionaux, a été organisée le 21 juillet 2024 à Accra. De plus, le Ghana a salué les progrès réalisés dans la mise en œuvre de la décision de la Conférence de l'UA Assembly/AU/Déc. 817 (XXXV).

Ce rapport technique vise à fournir une analyse complète des différentes options du MASF, du statut juridique, de l'actionariat et de la structure du capital. Concernant le statut juridique, quatre options pourraient être explorées pour créer le MASF, notamment

une organisation fondée sur un traité non affiliée à l'UA, un mécanisme de financement à des fins spéciales hors traité, un organe ou une agence spécialisée de l'UA. En matière d'adhésion, le MASF pourrait admettre des pays non africains comme membres ou restreindre l'adhésion aux pays africains. Quant au capital, deux principales options de financement peuvent être envisagées : la structure de financement par le marché et les contributions des membres. La première option s'appuie sur les marchés de capitaux pour son financement, tandis que la deuxième table uniquement sur les contributions des membres, avec des reconstitutions périodiques.

La section 2 du rapport examine le contexte de la dette africaine et les besoins de liquidités immédiats. La section 3 situe le mandat du MASF dans le contexte de l'architecture financière mondiale. La section 4 définit les options de la structure juridique. Les sections 5 et 6 présentent les options des structures juridiques et d'adhésion respectivement, tandis que la section 7 décrit la structure du capital. La section 8 présente les conclusions et les recommandations du rapport sur l'opérationnalisation du MASF.

2. Dynamique et perspectives actuelles de la dette africaine

Au cours des dernières décennies, le paysage économique de l'Afrique a connu des transformations significatives, assorties d'opportunités et de défis. Le profil d'endettement croissant de la région, dont la composition et les implications nécessitent un examen approfondi, figure en bonne place parmi ces défis, et il met en exergue l'urgence d'établir un mécanisme de stabilité financière à long terme. Cette section analyse le paysage actuel de la dette africaine en examinant : 1) l'augmentation significative de la dette africaine et les perspectives de croissance du PIB; 2) la modification de la composition de la dette, avec un accent croissant sur la dette à plus court terme, non concessionnelle et libellée en devises; et 3) les besoins de liquidités immédiats qui en résultent pour les États souverains africains. L'analyse jette la lumière sur les éléments clés nécessaires pour l'établissement du MASF et développés dans les sections suivantes, y compris le mandat, les instrument de prêt, la structure d'adhésion, la stratégie de capital, ainsi que le cadre juridique, de gouvernance et de gestion.

2.1. Forte augmentation de la dette africaine

La période 2010 - 2024 a été marquée par une augmentation spectaculaire de la dette publique totale de l'Afrique, qui s'est accrue d'environ 170 % pour dépasser 1800 milliards d'USD (figure 1). Pour rappel, la dette publique totale mondiale a augmenté de 54 % au cours de cette période. Une série de chocs externes, notamment la crise financière mondiale, la pandémie de COVID-19 et les tensions géopolitiques plus récentes, ont contribué à exacerber les problèmes d'endettement, en réduisant les investissements directs étrangers et la demande d'exportations, tout en engendrant une volatilité des prix des matières premières. La pandémie de COVID-19 a été un facteur majeur de réduction drastique de l'activité économique, d'augmentation des dépenses de santé, et de pression sur les gouvernements aux fins de les contraindre à emprunter massivement pour financer les opérations de secours et de redressement, limitant ainsi le potentiel de croissance de la région. L'Afrique a été particulièrement exposée à ces chocs.

Figure 1 : Dette publique totale de l'Afrique¹



¹ Département des statistiques de la BAD, World Bank International Debt Statistics Database 2023 et Perspectives de l'économie mondiale du FMI, avril 2024

Certes, l'Afrique a connu une croissance en hausse dans un contexte d'endettement croissant, mais comparativement, son PIB n'a augmenté que d'environ 40 % sur la même période². La dette accumulée de l'Afrique n'a pas induit une croissance économique élevée et durable, ni une transformation structurelle. Une telle absence de corrélation entre la dette et la croissance du PIB a des implications considérables sur le retour du continent à la viabilité de la dette à long terme et sur le maintien de cette viabilité. Pour atteindre les cibles combinées des objectifs de développement durable (ODD) et de l'Agenda 2063, le PIB de l'Afrique devra croître de 7 à 10 % annuellement au cours des 40 prochaines années³ (tableau 1). Cet objectif ambitieux nécessite un accès constant à des marchés de la dette abordables et une marge de manœuvre budgétaire pour investir dans les secteurs favorables à la croissance et le développement du capital humain.

À l'avenir, les défis et facteurs sous-jacents ci-après continueront d'entraver les perspectives de croissance de l'Afrique :

Tableau 1: ODD et objectifs de croissance de l'Agenda 2063⁴

	2023	2030	2050
PIB (billions d'USD)	2,86	4-6	9-29
Population (milliards d'habitants)	1,43	1,71	2,5
PIB par habitant (milliers d'USD)	2,9	5,5	9

Infrastructure gap: Déficit d'infrastructures : La Banque africaine de développement estime les besoins annuels en infrastructures de l'Afrique à 130-170 milliards d'USD, avec un déficit de 68 -108 milliards d'USD. Ce déficit entrave considérablement la croissance économique et le développement de l'Afrique en raison de la baisse de la productivité et de la hausse du coût des affaires. En outre, il perpétue les disparités régionales et la pauvreté, rendant difficile la réalisation d'une croissance inclusive. En raison de l'absence d'investissements substantiels dans les infrastructures, le potentiel de développement durable de l'Afrique reste limité, ce qui entrave la capacité du continent à devenir compétitif à l'échelle mondiale et à améliorer le niveau de vie de ses populations. Les pays africains doivent avoir accès à des ressources abordables et à long terme pour soutenir ces investissements essentiels.

Faible développement du secteur financier : Le faible développement du secteur financier a entravé pendant longtemps la croissance économique de l'Afrique. À titre d'exemple, le nombre d'agences bancaires pour 100 000 adultes, très inférieur à celui des autres régions (tableau 2), non seulement empêche les particuliers et les entreprises d'investir et d'épargner, mais également limite l'efficacité des politiques monétaires conçues pour stimuler l'activité économique. De plus, la profondeur du secteur financier, mesurée par le rapport entre les actifs des banques de dépôt et le PIB, est nettement inférieure à celle des autres régions. Ce déséquilibre révèle que des ressources financières moindres sont disponibles pour les prêts et les investissements, ce qui, par contrecoup, plombe la formation de capital et la croissance économique.

² Indicateurs du développement dans le monde, Banque mondiale

³ Sommet BAD/UA

⁴ Briefing mondial, McKinsey Global Institute, et African Futures ISS.

Tableau 2 : Indicateurs de développement financier⁵

Thème	Variable	Région						
		Afrique	Asie de l'Est et Pacifique	Europe et Asie centrale	Latam et Caraïb.	Moyen-Orient	Amérique	Asie du Sud
Accès	Agences bancaires pour 100 000 adultes	8,79	16,66	28,24	21,99	156,59	82,37	13,87
Profondeur	Actifs des banques de dépôt par rapport au PIB (%)	41,61	112,72	79,56	65,68	109,31	74,17	66,74
Efficacité	Écart entre les prêts et les dépôts bancaires	5,35	2,53	2,93	5,29	2,77	2,39	3,60
Stabilité	Prêts bancaires non productifs sur prêts bruts (%)	9,30	2,75	5,20	2,65	7,86	0,80	6,62
	Capital bancaire par rapport à la totalité des actifs (%)	11,47	11,73	9,55	10,76	9,89	7,98	10,18

Faible mobilisation des ressources nationales : Les perspectives économiques en Afrique (PEA) 2024 révèlent qu'en moyenne, les ressources internes en pourcentage du PIB mobilisées par les pays africains représentent seulement la moitié de celles levées par les économies avancées. De plus, malgré la mise en œuvre de diverses stratégies visant à augmenter les recettes publiques, les progrès vers une meilleure mobilisation des ressources intérieures restent limités. Alors que les initiatives visant à accroître les ressources intérieures se poursuivent, l'Afrique continuera de compter sur les emprunts extérieurs pour financer son développement. Par conséquent, les mesures visant à maintenir le coût des emprunts extérieurs à un faible niveau seront importantes pour piloter le programme de développement de l'Afrique.

Volatilité des prix des matières premières : Étant donné que de nombreuses économies africaines sont fortement tributaires des matières premières pour leurs recettes d'exportation, les fluctuations et l'imprévisibilité des cours mondiaux des matières premières peuvent induire une instabilité économique et une volatilité des recettes publiques. Une baisse soudaine des prix peut entraîner une réduction des recettes des gouvernements et des entreprises, limitant ainsi leur capacité à assurer le service de la dette et à investir dans des infrastructures essentielles et des programmes sociaux.

Croissance rapide de la population : Une croissance démographique rapide présente à la fois des opportunités et des défis pour le développement économique. Certes, une population jeune peut être une source d'innovation et de productivité, mais elle exerce également une pression sur des ressources et des infrastructures limitées. En cas d'absence d'investissements ou de création d'emplois correspondants, une croissance démographique rapide peut générer le chômage, la pauvreté et des troubles sociaux.

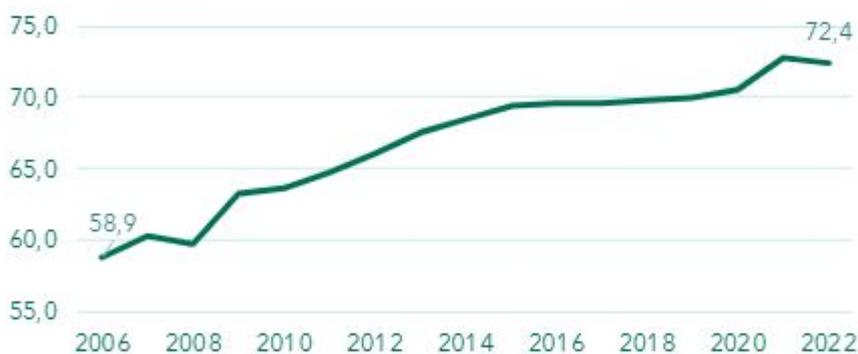
⁵ Indicateurs du développement dans le monde, Banque mondiale

2.2. La dette est davantage non concessionnelle

L'évolution vers davantage d'emprunts non concessionnels est une tendance notable du paysage de la dette croissante en Afrique. Certes, les prêts concessionnels constituent traditionnellement une part importante de la dette de l'Afrique, mais le recours aux financements non concessionnels s'est accru (figure 2). Avant 2006, seuls sept pays africains avaient émis des euro-obligations. Jusqu'en 2024, 23 pays africains ont exploité les marchés internationaux pour répondre à leurs besoins en matière de balance des paiements en devises, et ils ont émis plus de 175 euro-obligations pour un montant nominal total supérieur à 200 milliards d'USD.

L'accès accru des pays africains au marché des euro-obligations peut s'expliquer par plusieurs facteurs. Premièrement, la crise financière de 2008 a été suivie d'une décennie de taux d'intérêt bas et de faibles rendements sur les marchés développés. Cette conjoncture a permis aux souverains africains d'accéder au marché des euro-obligations à des taux d'emprunt intéressants et d'attirer la demande internationale; en effet, davantage d'investisseurs institutionnels souhaitaient diversifier leurs activités en s'éloignant des instruments obligataires américains ou européens à faible rendement. Deuxièmement, l'amélioration des politiques macroéconomiques et des perspectives de développement, soutenue par les prix élevés des matières premières au cours de cette période, a renforcé l'attractivité à long terme des euro-obligations africaines auprès des investisseurs. La croissance attendue des exportations africaines devrait alimenter les réserves de devises étrangères, et favoriser le remboursement de la dette libellée en devises. Troisièmement, le marché des euro-obligations est attractif en soi, étant donné qu'il fournit des liquidités et constitue une option alternative de financement du développement sans les conditionnalités généralement attachées aux emprunts concessionnels.

Figure 2 : Croissance de la dette non concessionnelle en pourcentage de la dette africaine moyenne⁶



⁶ World Bank International Debt Statistics Database 2023

Étant donné que la dette africaine est devenue moins concessionnelle, sa durée moyenne s'est raccourcie. Depuis 2011, l'échéance moyenne de la dette extérieure est passée de près de 23 ans à environ 17 ans en 2022 (figure 3). La plupart des euro-obligations émises par des pays africains au cours des 10 dernières années se situent dans la tranche d'échéance de 5 à 10 ans, contre une durée moyenne de plus de 20 ans pour la dette concessionnelle. Étant donné que les gouvernements ont eu recours aux euro-obligations pour financer leur déficit (y compris pour les projets d'infrastructures publics à long terme), ils sont confrontés désormais à un risque lié à la durée et au refinancement, compte tenu du décalage important entre l'échéance des euro-obligations et celle des actifs sous-jacents qu'elles sont censées financer.

Figure 3: Échéance moyenne des nouveaux engagements au titre de la dette extérieure⁷



2.3. Coût plus élevé de la dette

Ces dernières années, le coût de la dette a augmenté, tiré en partie par la hausse des taux d'intérêt (figure 4); de plus, l'évolution de la composition de la dette vers les sources non concessionnelles mentionnées ci-dessus et les chocs exogènes affectent de manière disproportionnée le continent africain.

Hausse des taux d'intérêt mondiaux. Après avoir maintenu les taux d'intérêt proches de zéro pendant plus de six ans, et s'être abstenue de les augmenter depuis 2018, la Réserve fédérale américaine (Fed) a commencé à les relever en mars 2022 - 11 fois entre cette date et janvier 2024, pour tenter de freiner l'inflation galopante. Une augmentation du taux des fonds fédéraux impacte les marchés de capitaux internationaux, en provoquant immédiatement une hausse des rendements des obligations libellées en USD, un renchérissement du coût du service de la dette des instruments à taux variable libellés en USD, et un relèvement des taux d'emprunt pour toute nouvelle émission de dette.

Étant donné que les souverains africains se sont appuyés davantage sur les euro-obligations comme mécanisme d'emprunt ces dernières années, la hausse des taux d'intérêt aux États-Unis s'est immédiatement répercutée sur les rendements

⁷ World Bank International Debt Statistics 2023. Note : Échéance moyenne du total des nouveaux engagements de dette extérieure, concessionnelle (Fonds monétaire international, accords bilatéraux et multilatéraux) et privée (y compris les euro-obligations, les prêts bancaires)

obligataires et les coûts d'emprunt des nouvelles émissions. Comme l'illustre la figure 5, sur la base d'une moyenne des euro-obligations africaines en circulation, les rendements obligataires ont grimpé à des niveaux d'environ 7 points supérieurs à ceux des deux années précédentes. La hausse significative commence au début du cycle de relèvement des taux des fonds fédéraux (Fed) en mars 2022, et elle implique que toute nouvelle dette serait émise au rendement en vigueur de la dette en cours qui coûte en moyenne 14 % de plus actuellement.

Figure 4: Tendances des taux des fonds fédéraux⁸

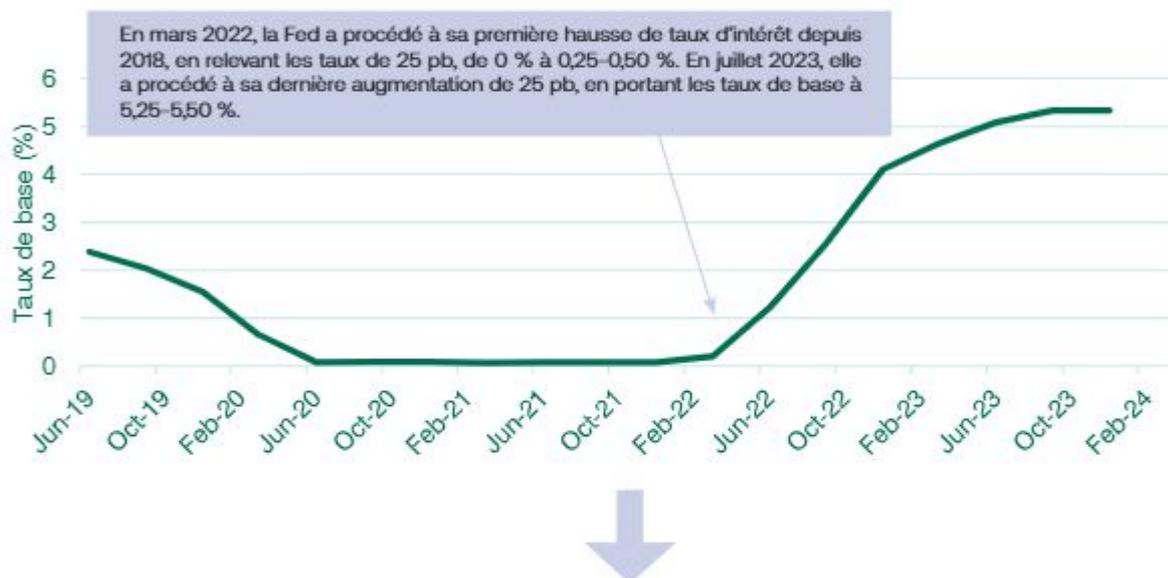


Figure 5: Rendement à l'échéance (YTM) moyen (%) de tous les pays africains émettant des euro-obligations ⁹

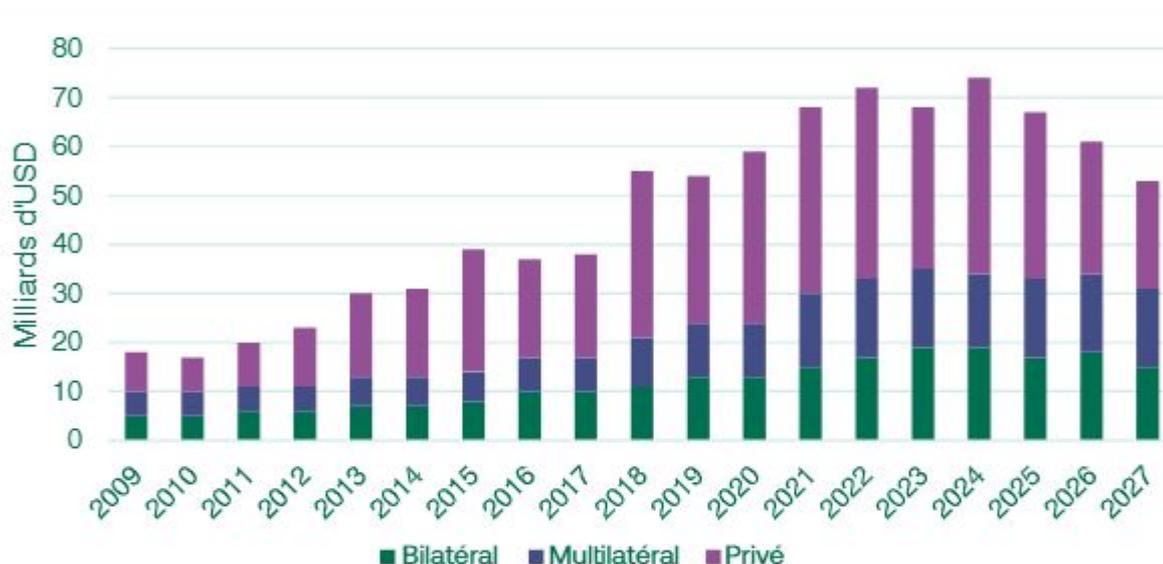


⁸Bloomberg

⁹Bloomberg et calculs des auteurs

La dette non concessionnelle est plus chère. L'abandon du financement concessionnel en faveur d'un recours accru à la dette de marché à des conditions non concessionnelles a eu des répercussions négatives sur le coût global de la dette. Comme le montre la figure 6 ci-dessous, en 2024, les pays africains ont besoin d'environ 74 milliards d'USD pour le service de la dette, un montant fortement en hausse par rapport aux 17 milliards d'USD enregistrés en 2010. Il convient de noter qu'une part substantielle de ce fardeau de la dette, environ 54 %, soit 40 milliards d'USD, est due à des créanciers privés

Figure 6: Composition du service de la dette africaine⁹⁰



Pression sur les monnaies locales : De plus, des chocs extérieurs ont exacerbé la situation en exerçant des pressions supplémentaires sur les monnaies locales (figure 7), aggravant ainsi les défis associés aux obligations au titre du service de la dette libellées en devises étrangères. La crise de la COVID-19 a touché de manière disproportionnée le continent africain et exercé des pressions supplémentaires sur les économies locales, notamment des coûts plus élevés d'importation de matériel médical et de médicaments, des prix plus élevés pour les denrées alimentaires et une disponibilité réduite des biens. Les monnaies africaines, qui représentent la majorité du PIB de l'Afrique, sont tombées à 67 % de leur valeur par rapport au dollar américain et comparativement à la période antérieure à la COVID-19. Cette dépréciation augmente considérablement le coût du service de la dette libellée en dollars américains en termes réels pour les pays africains.

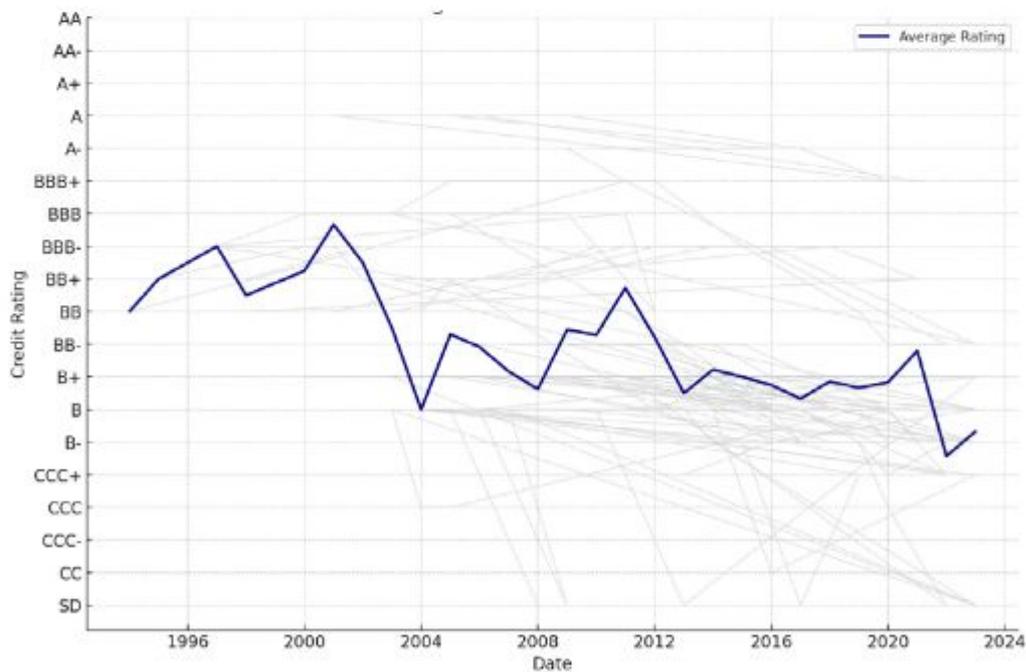
⁹⁰ World Bank International Debt Statistics Database 2023.

Figure 7: Performance d'un panier de monnaies africaines représentant 65 % du PIB de l'Afrique par rapport à l'USD ¹¹



Impact sur les notations de crédit. La détérioration des notations de crédit souveraines, qui augmente également les coûts du service de la dette, est un effet secondaire de la fragilisation des économies locales. Les notations de crédit de la plupart des pays africains se sont détériorées par rapport à leurs premières notations de crédit souveraines, ce qui a entraîné une hausse des rendements obligataires, et par voie de conséquence, des coûts plus élevés au titre du service de la dette (figure 8).

Figure 8: Notations de crédit des pays africains au fil du temps¹²



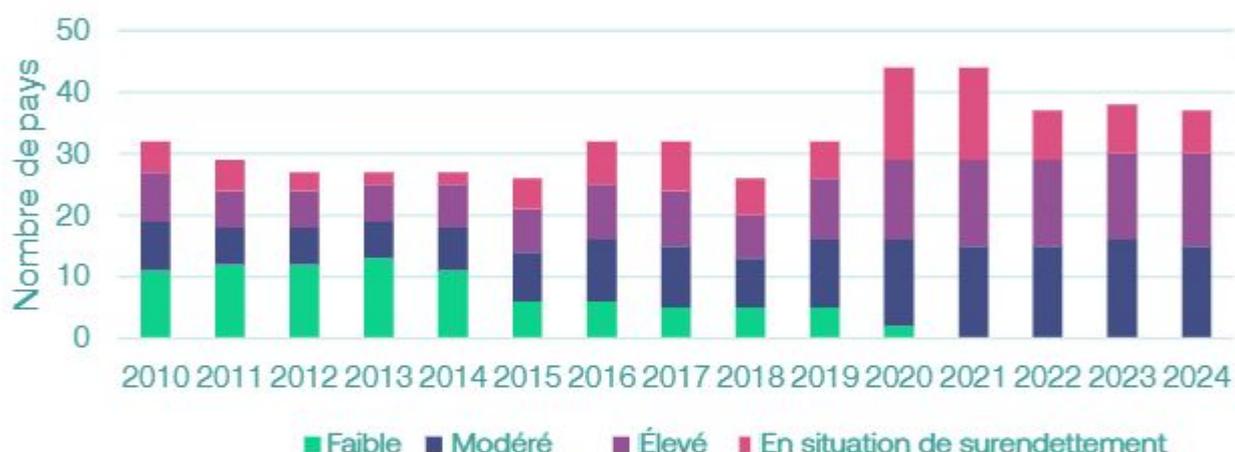
¹¹Bloomberg et calculs des auteurs.
¹²Calculs des auteurs.

2.4. Risque croissant de surendettement et risque de refinancement

Risque plus élevé de surendettement. Le risque de surendettement des États souverains africains s'intensifie en raison de l'augmentation du niveau d'endettement global, combinée à un manque de soutien à la croissance et à une augmentation des coûts du service de la dette. Le nombre de pays à faible revenu (PFR) à risque élevé ou en situation de surendettement a quasiment doublé depuis 2010 (voir figure 9). De plus, aucun pays n'est inscrit actuellement dans la catégorie de faible surendettement.

L'augmentation des niveaux de surendettement crée de l'instabilité avec des effets de contagion et une exposition accrue aux fonds vautours qui cherchent à racheter des créances en difficulté et à récupérer le montant total par le biais de restructurations et de procédures judiciaires¹³.

Figure 9: Classement des pays africains par risque de surendettement¹⁴



De plus, le pourcentage de pays à risque élevé ou en situation de surendettement représente environ 20 % du PIB de l'Afrique (voir tableau 3), ce qui constitue un risque important pour la viabilité de la dette du continent.

¹³ Fonds vautours et dette souveraine | Groupe de la Banque africaine de développement (afdb.org).

¹⁴ IMF and World Bank Debt Sustainability Analysis

Tableau 3 : Pays à risque élevé ou en situation de surendettement à septembre 2024⁶⁵

High Risk		In Debt Distress
Burundi	Éthiopie	Ghana
Cameroun	Gambie	Malawi
Comores	Guinée Bissau	République du Congo
Djibouti	Kenya	Sao Tomé et Príncipe
Érythrée	Mozambique	Soudan
République centrafricaine	Sierra Leone	Zambie
Tchad	Soudan du Sud	Zimbabwe
11,5 % du PIB de l'Afrique		7,5 % du PIB de l'Afrique

En plus de créer des poches d'instabilité, la hausse des niveaux d'endettement comporte un risque de contagion aux économies voisines. Les défauts de paiement dans un pays peuvent transférer la détresse économique aux pays voisins par le biais de plusieurs mécanismes, notamment les liens commerciaux, la contagion du secteur financier, les investissements transfrontaliers, les pressions sur le taux de change ou le sentiment des investisseurs. L'effet de contagion s'observe déjà dans la prime payée par les pays africains sur le marché obligataire par rapport à ceux d'autres continents ayant obtenu des notes équivalentes. La comparaison des rendements obligataires historiques des pays notés BB révèle que les pays souverains sud-américains ayant obtenu la notation BB se négocient en moyenne 1,1 % en dessous de leurs homologues africains dont les notations de crédit sont équivalentes (figure 10).

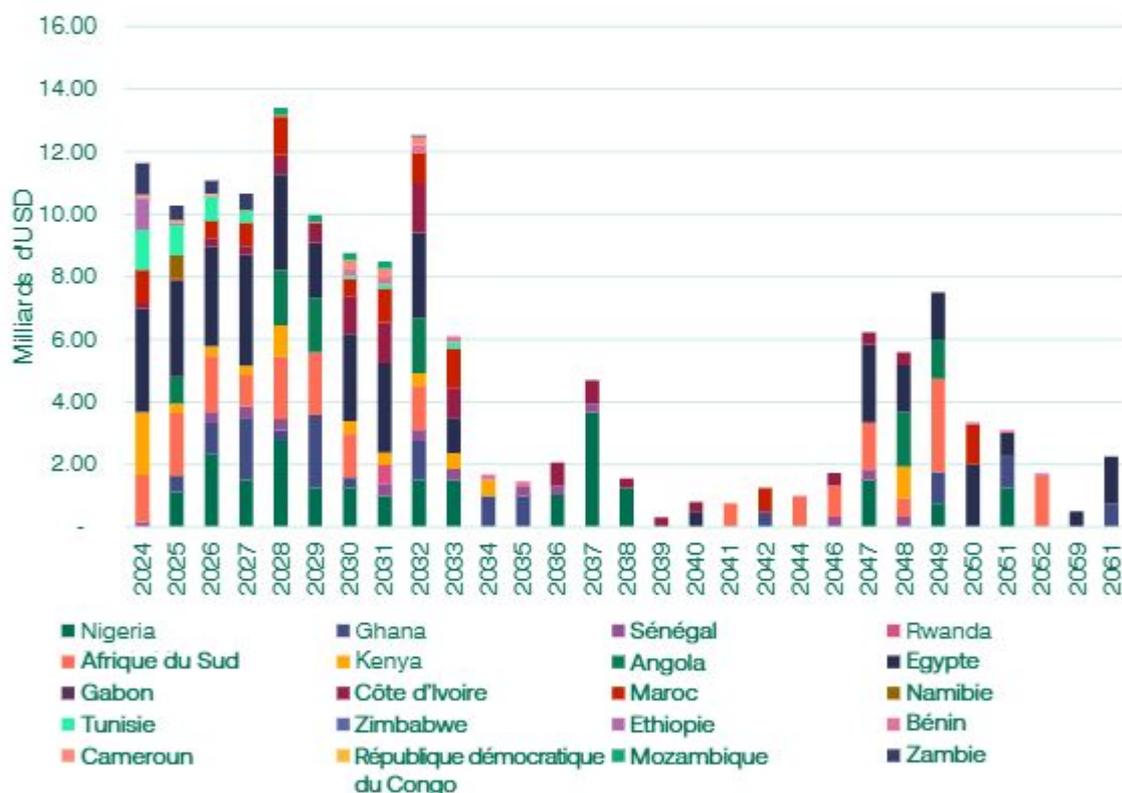
Figure 10: Comparaison des rendements obligataires historiques des pays ayant obtenu la notation BB⁶⁶



⁶⁵ IMF and World Bank Debt Sustainability Analysis.
⁶⁶ Bloomberg

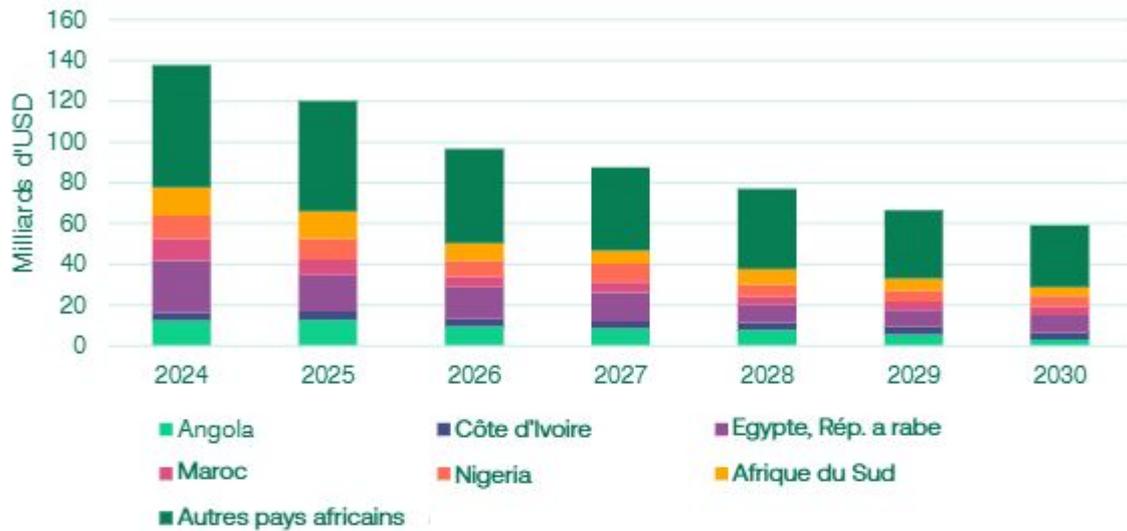
Besoins immédiats de refinancement et de liquidité. En raison de la combinaison de facteurs susmentionnés, les pays africains devraient être confrontés à de graves problèmes de liquidité dans les années à venir. Le seul exercice 2024-2025 affiche un besoin immédiat de liquidités d'environ 20 milliards d'USD (figure 11). À moyen terme (2026-2033), les pays africains auront besoin en moyenne de 10 milliards d'USD par an pour refinancer leur encours de dette de marché. Ce besoin est intensifié davantage par d'autres exigences en matière de service de la dette extérieure, comme l'illustre la figure 12. Toutefois, ces pays manquent souvent de marge budgétaire pour rembourser la dette ou peinent à trouver des options de refinancement durables sur les marchés internationaux. Lorsqu'ils parviennent à assurer le refinancement, les taux d'intérêt souvent prohibitifs induisent des niveaux d'endettement insoutenables. Le recours continu à des emprunts à coût élevé amplifie le risque de surendettement, tout en soulignant le besoin urgent de solutions financières innovantes et d'une architecture financière internationale plus solidaire pour relever efficacement ces défis.

Figure 11 : Échéances des euro-obligations par pays⁷



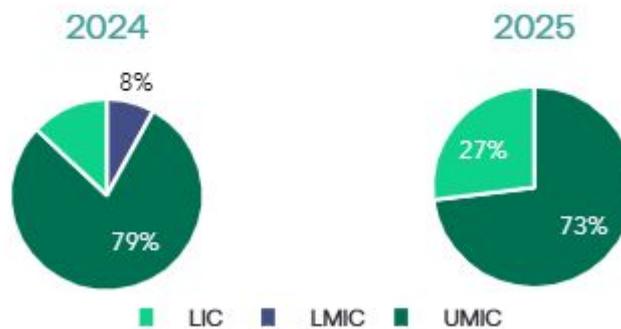
⁷ Bloomberg

Figure 12 : Service de la dette extérieure par pays ¹⁸



Ces besoins de refinancement sont concentrés dans les pays à faible revenu et à revenu intermédiaire (PRFI), particulièrement vulnérables à l'instabilité financière (voir figure 13). En 2024, près de 80 % des besoins de refinancement de la dette concernent les PRFI, mettant ainsi en évidence l'exposition significative de ces pays aux marchés de la dette extérieure et les risques liés à une telle exposition. Cette dépendance devrait diminuer légèrement en 2025, les PRFI représentant 73 % du total des besoins de refinancement. Les pays à revenu intermédiaire de la tranche supérieure ne représentent que 8 % en 2024 et n'ont aucun remboursement prévu pour 2025.

Figure 13: Besoins de refinancement de la dette par catégorie de revenu ¹⁹



¹⁸ World Bank International Debt Statistics
¹⁹ IMF and WB Debt Sustainability Analysis

Le paysage économique de l'Afrique montre une interaction complexe de défis et d'opportunités, l'augmentation de la dette publique apparaissant comme une préoccupation essentielle. Au cours de la dernière décennie, l'Afrique a connu une augmentation spectaculaire de sa dette publique totale, provoquée par une confluence de chocs externes, notamment les crises financières mondiales, la pandémie de COVID-19, la volatilité des cours des produits de base et les tensions géopolitiques.

Malgré cette forte hausse, la croissance du PIB en Afrique n'a pas suivi le rythme, suscitant des inquiétudes quant à la viabilité de la dette. La composition de la dette africaine a évolué vers des emprunts davantage non concessionnels, exposant les pays à des risques liés au refinancement et à la durée.

La hausse des taux d'intérêt mondiaux et la dépréciation des monnaies ont fait grimper davantage le coût du service de la dette, mis les économies à rude épreuve et détourné les investissements des secteurs porteurs de croissance. Le nombre de pays africains exposés au risque de surendettement s'est accru, et le continent est confronté désormais à un grave déficit potentiel de liquidités.

Pour résoudre ces problèmes et garantir la stabilité financière et la viabilité de la dette à long terme, l'Afrique a besoin de solutions innovantes, notamment la mise en place de mécanismes comme le MASF pour lui fournir un soutien ciblé et adapté à ses défis particuliers, renforcer la résilience financière et promouvoir une croissance économique durable sur tout le continent.

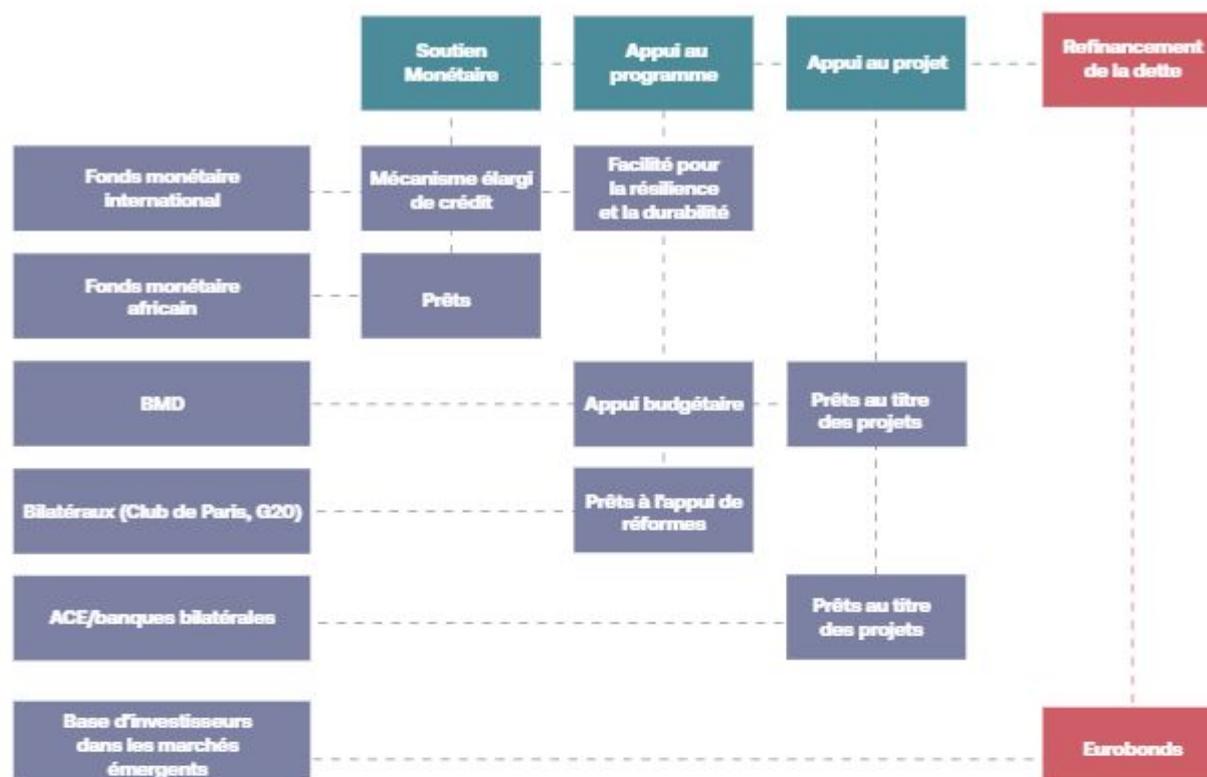
3. La justification d'un Mécanisme africain de stabilité financière

L'architecture financière internationale englobe un réseau d'institutions, chacune jouant un rôle distinct en matière d'appui aux pays confrontés à des défis économiques. Il s'agit notamment du FMI, des BMD et des prêteurs bilatéraux. Ensemble, ils offrent diverses formes d'assistance, allant du soutien monétaire aux programmes macro-budgétaires et au financement de projets. Toutefois, l'Afrique ne dispose pas de mécanismes adéquats de refinancement de la dette et s'appuie plutôt sur des options coûteuses basées sur le marché. Le FMI et les BMD se concentrent sur de nouveaux financements et l'assistance technique, et non sur le refinancement de la dette. D'autres types de mécanismes financiers offrent un soutien limité. La mise en place d'un dispositif financier régional dédié pourrait stabiliser le paysage financier et celui de la dette en Afrique. Cette section analyse la nécessité du Mécanisme africain de stabilité financière en examinant : 1) l'état de l'architecture financière internationale actuelle et le déficit de refinancement de la dette africaine; 2) le mandat et la mission proposés au MASF pour combler ce déficit, et 3) les instruments de prêt applicables pour l'exécution de sa mission.

3.1. Lacunes de l'architecture financière internationale existante

La figure 14 illustre l'état actuel de l'architecture financière internationale et le rôle que chaque institution joue dans l'apport d'une aide financière. Malgré les possibilités disponibles dans l'architecture financière internationale actuelle, le refinancement de la dette affiche un déficit important. Les pays africains ploient sous un fardeau de dette croissant et disposent de mécanismes limités pour résoudre ce problème urgent. Certes, diverses institutions offrent une aide financière, mais il s'avère crucial de mettre en place un mécanisme dédié pour faciliter le refinancement de la dette et alléger le fardeau de la dette qui écrase les pays africains.

Figure 14: Architecture financière internationale et rôle de chaque institution²⁰



Nous examinons, ci-dessous, chaque mécanisme existant, son mandat et son modèle opérationnel.

FMI. Le FMI propose divers instruments de prêt adaptés aux besoins et situations spécifiques de ses États membres (voir tableau 4). Les membres du FMI peuvent avoir recours au compte des ressources générales, qui offre des conditions non concessionnelles et vise à remédier aux problèmes de balance des paiements d'un pays pendant la durée du programme. De plus, le FMI apporte un soutien concessionnel par le biais du Fonds fiduciaire pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance, qui fournit une aide financière sans intérêt qui vise spécialement à répondre aux besoins des PFR sur une durée plus longue. Pour aborder des questions plus générales, le Fonds fiduciaire pour la résilience et la durabilité nouvellement créé offre des options de financement plus étendues aux pays vulnérables à revenu intermédiaire de la tranche inférieure à des taux raisonnables, les aidant à renforcer leur résilience face aux pressions extérieures telles que le changement climatique et les pandémies. Il convient de noter que le FMI n'a ni mandat de s'engager dans le refinancement de la dette, ni l'autorisation d'acheter des obligations sur le marché primaire ou secondaire.

²⁰ Calculs des auteurs.

Tableau 4 : Instruments de prêt du FMI

Financement	Facilité	Durée	Conditionnalité
Compte des ressources générales	Accord de confirmation	Jusqu'à 4 ans	Ex-post et ex-ante si nécessaire
	Facilité de financement élargie	Jusqu'à 4 ans	Ex-post et ex-ante si nécessaire
	Instrument de financement rapide	Achat pur et simple	Aucune revue, mais ex-ante si possible
	Ligne de crédit modulable	1 à 2 ans	Revue ex ante et annuelles
	Ligne de liquidité à court terme	12 mois	Ex ante
	Ligne de précaution et de liquidité	6 mois à 2 ans	Ex-ante et ex-post
Fonds fiduciaire pour le réduction de le pauvreté et la croissance	Facilité de crédit de confirmation	1 à 3 ans	Ex-post et ex-ante si nécessaire
	Facilité de crédit élargie	3 à 5 ans	Ex-post et ex-ante si nécessaire
	Facilité de crédit rapide	Décaissement pur et simple	Aucune revue, mais ex-ante si possible
Fonds fiduciaire pour la résilience et durabilité	Facilité pour la résilience et la durabilité	18 mois+	Ex-post

De plus, dans le cadre des politiques actuelles, le FMI a fixé des limites pour continuer à soutenir les pays dans le cadre d'accords conventionnels. Il est intéressant de noter que tous les pays ayant des euro-obligations en circulation empruntent déjà au FMI (tableau 5).

Au regard des politiques actuelles et des limites d'accès, le FMI ne peut pas fournir davantage de soutien, ou il pourrait le faire à des taux beaucoup plus élevés, car les pays seraient confrontés à des surtaxes supplémentaires. Plusieurs pays africains ayant émis des euro-obligations, et qui bénéficieraient donc du MASF, ont déjà atteint leurs limites d'emprunt auprès du FMI. En effet, 55 % de ces pays sont déjà proches ou au-dessus de leurs limites d'accès, et 44 % paient des surtaxes. Par conséquent, certains pays ont eu recours récemment aux marchés des capitaux à des taux nettement supérieurs, aux fins de combler leurs déficits de financement, alourdissant ainsi leur fardeau financier.

Tableau 5 : Accords financiers du FMI avec des pays africains

	Total	Emprunt du FMI	Proche ou au dessus de la limite d'accès	Paiement de surtaxes
Pays africains ayant des euro-bonds en circulation	36 pays	30 pays	1 pays	Aucun pays
Pays africains n'ayant pas d'euro-bonds en circulation	18 pays	18 pays	10 pays	8 pays

Fonds monétaire africain : À l'avenir, la création du FMA représente une occasion en or pour les pays africains d'accéder à un soutien monétaire adapté à leurs besoins et complémentaire à l'aide du FMI. Le FMA sera une institution financière régionale visant à favoriser la stabilité macroéconomique, une croissance économique durable et un développement équilibré sur le continent. À l'instar du FMI, le FMA promouvra la coopération et la stabilité monétaires, et il aidera les pays membres à gérer efficacement leurs politiques monétaires, sans mandat de refinancement de la dette. Toutefois, le FMA n'est pas encore opérationnel, et sur la base des ressources actuelles, il sera incapable de fournir les liquidités nécessaires à court et moyen terme. Le MASF complètera le FMA. Une analyse plus approfondie des mandats complémentaires est nécessaire.

Banques multilatérales de développement : Les BMD jouent un rôle crucial en matière d'assistance stratégique et de financement de projets. Ces institutions offrent l'expertise technique et les ressources financières nécessaires pour accompagner la mise en œuvre de programmes de développement et de projets d'infrastructure, aux fins de favoriser la croissance et la stabilité économiques. De plus, les BMD sont des plateformes de coordination des efforts internationaux, et elles facilitent le partage des connaissances, tout en promouvant les meilleures pratiques en matière de financement du développement. Les BMD ne soutiennent pas le refinancement de la dette dans le cadre de leur mandat.

Les partenaires de développement bilatéraux, y compris les membres du Club de Paris et du G20, contribuent à l'architecture financière internationale en accordant des prêts et des dons. Ces mécanismes de soutien permettent aux pays de relever des défis politiques et structurels spécifiques. En général, à l'instar des BMD, les institutions bilatérales n'ont pas de mandat de refinancement de la dette - ils se concentrent principalement sur la fourniture de nouveaux financements et d'un appui aux réformes.

Les agences bilatérales de crédit à l'exportation et les banques contribuent également à l'architecture financière internationale en accordant un soutien aux projets et des prêts. Ces prêts offrent aux pays l'appui et le financement nécessaires pour entreprendre des projets d'infrastructures vitaux et essentiels à leur développement. Les ACE fournissent souvent des financements à des conditions concessionnelles, ou assorties d'une assurance contre les risques politiques ou commerciaux, améliorant ainsi la faisabilité et l'attractivité des projets auprès des investisseurs. Toutefois, à l'instar des BMD et des institutions bilatérales, les ACE ne se concentrent pas sur le refinancement de la dette. Elles ont essentiellement pour rôle de faciliter le financement de nouveaux projets et d'atténuer les risques associés aux investissements dans les pays en développement.

Facilité de liquidité et de durabilité : La LSF est un mécanisme de pension dédiée aux euro-obligations africaines, dont l'objectif affiché est de réduire les coûts d'emprunt en faveur des États souverains africains, d'accroître les sources de capitaux privés disposées à investir en Afrique, et de mobiliser des ressources abordables pour des investissements verts. Certes, la LSF soutient le développement d'un marché secondaire liquide des euro-obligations africaines, mais elle ne prête pas directement aux États et sa capacité de financement est limitée actuellement (voir encadré 1 ci-dessous).

Les swaps de devises bilatéraux sont utilisés par les banques centrales du monde entier depuis la crise financière de 2007. Ces accords permettent à une banque centrale d'un pays d'échanger des devises, généralement sa monnaie nationale, contre un certain montant de devises étrangères. Ils ont fourni un soutien d'urgence utile pour faire face aux pressions élevées sur les marchés de financement à court terme au niveau mondial. Toutefois, ils ne sont pas conçus pour fournir des liquidités fiscales ou budgétaires. Ils visent plutôt à accroître les réserves, les rétrocéder aux banques nationales, et atténuer la pénurie potentielle de devises étrangères (principalement le dollar américain) subie par les institutions financières locales. Ils comportent un risque de crédit de contrepartie, car la banque centrale adverse peut refuser (ou être incapable) d'honorer les termes de l'accord. Peu de banques centrales africaines ont conclu des accords de swap de devises (le Maroc, l'Égypte, le Nigeria et l'Afrique du Sud avec la Chine, et l'Égypte avec les Émirats arabes unis), et certains ont déjà expiré.

Encadré 1 : La portée et le mandat de la Facilité de liquidité et de durabilité

Création et mandat

En réponse aux nombreux défis majeurs auxquels les pays africains sont confrontés, la Commission économique des Nations Unies pour l'Afrique (CEA) a créé la Facilité de liquidité et de durabilité (FSL) en 2021, en collaboration avec Afreximbank. Elle a un double objectif qui consiste à soutenir la liquidité des euro-obligations souveraines africaines, et à encourager sur le continent africain les investissements liés aux ODD tels que les obligations ODD et vertes.

La LSF se propose de remplir cette mission en facilitant la création d'un marché secondaire liquide pour les obligations d'État africaines, et en offrant aux investisseurs un financement compétitif par le biais d'accords de mise en pension. Certes, la LSF s'emploie à faciliter l'accès des États aux marchés, mais elle ne leur accorde pas de prêts directement et ne leur fournit pas de soutien direct en matière de liquidités (figure 15). Elle vise également à fournir un soutien en liquidités aux investisseurs actifs sur le marché obligataire africain.

Figure 15: Modèle de mise en pension de la LSF



La LSF comparée au MASF

La LSF et le MASF sont deux initiatives importantes qui visent des objectifs communs, notamment la réduction de la prime africaine et l'accroissement du financement privé. Toutefois, leurs stratégies et leurs mandats sont distincts, chaque initiative étant conçue pour répondre à des problèmes spécifiques.

Les principales différences entre la LSF et le MASF sont présentées ci-dessous :

- **Instruments financiers** : La LSF s'engage principalement dans des mises en pension, apportant un soutien aux investisseurs. Les instruments du MASF engloberont les prêts de refinancement et les achats primaires et secondaires d'obligations des membres. De plus, le MASF peut envisager des garanties et des instruments de soutien spéciaux.
- **Approche opérationnelle** : La LSF applique une politique de gestion actif-passif assortie d'un plan de financement de lignes de crédit et de pension de diverses conditions, et ses partenaires financiers comprennent des BMD, des IFI, des banques privées et commerciales. En revanche, le MASF s'appuiera principalement sur ses membres pour constituer le capital social, et aura la possibilité d'accéder aux marchés des capitaux.
- **Critère d'éligibilité** : Actuellement, la LSF ne soutient qu'un nombre limité de pays africains (17 sur 54), tandis que le MASF vise à appuyer tous les pays du continent, en mettant son assistance à la disposition de n'importe quel pays membre.
- **Statut juridique** : La LSF est une société d'activité à responsabilité limitée, constituée en Irlande et dont le capital social est détenu en fiducie à des fins caritatives. Le MASF, entité supranationale, sera créé pour répondre aux besoins de stabilité financière des pays africains.

Collaboration entre la LSF et le MASF

Les synergies potentielles entre les deux institutions comprennent ce qui suit :

- **Instruments financiers complémentaires** : En combinant les différents instruments financiers, les deux institutions peuvent créer un instrument complet, aux fins de répondre aux différents besoins de liquidité des économies africaines, et de favoriser des réponses plus ciblées et efficaces aux défis de la stabilité financière.
- **Meilleure coordination des politiques** : La LSF et le MASF peuvent collaborer aux efforts de coordination des politiques, en partageant leur expertise et leurs meilleures pratiques, pour renforcer la stabilité macroéconomique et financière sur le continent. Les institutions peuvent amplifier leur impact en harmonisant leurs stratégies et leurs objectifs.
- **Partage et atténuation des risques** : En mutualisant leurs ressources et leur expertise, la LSF et le MASF peuvent renforcer les mécanismes d'atténuation des risques, plus particulièrement en période de stress financier. Cette collaboration peut renforcer la résilience des économies africaines, et réduire leur vulnérabilité aux chocs extérieurs.

3.2. Une référence des mécanismes de stabilité financière existant sur d'autres continents

Reconnaissant la nécessité de remédier aux déficits de refinancement de la dette, d'autres continents ont adopté une approche proactive pour combler cet écart, en élaborant et en mettant en place des mécanismes de financement régionaux (MFR). Ces cadres, élaborés entre des entités souveraines, visent à offrir une aide et un soutien financiers essentiels pendant les périodes de turbulences économiques et de difficultés financières. Les MFR constituent des mécanismes essentiels pour mettre en commun les ressources financières et coordonner les réponses politiques aux fins de stabiliser les marchés financiers et faciliter la reprise économique dans des circonstances difficiles.

Le rôle des MFR : Certes, les motivations à la création des MFR et des institutions multilatérales sont similaires, mais les MFR remplissent des fonctions spécifiques et supplémentaires :

- Les ressources des MFR sont facilement accessibles, offrant ainsi une assurance rapide contre les chocs. Les MFR déploient le financement d'urgence plus rapidement que le FMI ou d'autres institutions multilatérales
- La mutualisation des ressources peut faciliter l'accès des pays aux marchés de capitaux internationaux à de meilleures conditions et constituer une source de financement anticyclique.
- La mise en place d'un mécanisme de surveillance à vocation régionale peut contribuer à l'identification précoce des risques de crise.
- Dans une union monétaire, un MFR peut fournir un mécanisme supplémentaire susceptible d'amortir les effets de l'ajustement des pays aux chocs idiosyncrasiques.
- Les conditionnalités liées au programme de certains MFR sont plus souples que celles du FMI; par conséquent, ceux-ci prêtent à des conditions potentiellement moins onéreuses.
- Plus généralement, l'existence des MFR met en évidence un besoin d'appropriation au niveau régional, des préoccupations potentielles concernant la gouvernance des institutions multilatérales, et la stigmatisation politique persistante associée à la demande d'aide financière au FMI.²¹

Le tableau 7 compare les différents MFR, et donne un aperçu de la couverture géographique, des ressources disponibles, de la capacité de prêt, du mandat, de l'utilisation des ressources et du statut juridique de ces accords. Malgré la diversité des modalités opérationnelles, les MFR partagent l'objectif de soutenir le refinancement des pays membres aux prises avec le surendettement, soulignant ainsi leur rôle central dans le renforcement de la résilience et de la stabilité financières à l'échelle régionale. Les MFR se concentrent principalement sur le soutien budgétaire et de liquidité à leurs membres régionaux en période de crise de la dette. Dans le contexte européen, par exemple, le Fonds européen de stabilité financière (FESF) et le Mécanisme européen de stabilité (MES) sont devenus des acteurs clés du maintien de la stabilité financière dans la zone euro. Ces institutions ont démontré leur importance en accordant une aide financière vitale aux États membres à des moments critiques, comme expliqué plus en détail dans les encadrés 3,

²¹ Stocktaking the Fund's Engagement with regional Financing Arrangements; IMF Policy Paper, 11 avril 2013

4 et 5 ci-dessous et dans l'annexe 5, mettant ainsi en évidence les réalisations tangibles des MFR en matière d'atténuation des incertitudes économiques et de renforcement de la résilience financière.

Tableau 6 : Mécanismes de financement régionaux²²

Mécanisme régional	Région	Resources	Capital appelé (Engagemems)	Capacité de prêt	Mandat (La.)	Part des ressources utilisées	Statut juridique
Fonds monétaire arabe		Versé et Marché	3,7 milliards USD (4,1 MILLIARDS USD)	12 milliards USD	Facilités de crédit Appui budgétaire à la BoP	45%	Traité
Accord de réserve conditionnelle des BRICS		Engagements	(100 milliards USD)	100 milliards USD	Concours de trésorerie Appui budgétaire à la BoP	0%	Traité
Multilatéralisation de l'Initiative de Chiang-Mai		Engagements	(240 milliards USD)	240 milliards USD	Financemen de crise Concours de trésorerie	0%	Traité
Fonds eurasiens de stabilisation et de développement		Versé	3,1 milliards USD (8,5 milliards USD)	8,5 milliards USD	Facilités de crédit Appui budgétaire Prêts au développement	31%	Traité
Mécanisme européen de stabilisation financière		Marché		66 milliards USD	Refinancement de la dette Concours de trésorerie	82%	Partie de l'UE
Mécanisme européen de stabilité		Marché	88,6 milliards USD (755,3 milliards USD)	550 milliards USD	Refinancement de la dette Concours de trésorerie	25%	Traité
Fonds de réserve latino-américain		Versé et Marché	3 milliards USD (3,9 milliards USD)	4,9 milliards USD	Appui budgétaire à la BoP Concours de trésorerie	15%	Traité
Accord financier nord-américain		Engagements		9 milliards USD	Concours de trésorerie Echanges bilatéraux	0%	Traité

L'Afrique reste le seul continent dépourvu d'un mécanisme de financement régional dédié, adapté à ses besoins et défis spécifiques. Ce vide notable souligne l'urgence de déployer des efforts innovants et concertés aux fins de répondre aux importants besoins de financement du continent et de renforcer sa capacité à traverser l'instabilité économique et financière. La mise en place d'un MFR africain solide est fortement susceptible de susciter un changement porteur de transformation dans le paysage économique et financier du continent.

²² « RFA's financial structures and lending capacities: A statutory, accounting and credit rating perspectives », Document de travail du MES, 2020.

Encadré 2 : Étude de cas 1 sur les MFR : le Mécanisme européen de stabilité

Création et mandat

Le MES est une organisation intergouvernementale créée par traité en 2012 par les États membres de la zone euro. Sa mission consiste à aider les pays de la zone euro en proie à de graves difficultés financières, en leur accordant des prêts et d'autres formes d'assistance financière, et en intervenant efficacement à titre de prêteur en dernier ressort.

Le capital total du MES est composé de capital libéré et exigible. La contribution financière de chaque membre au capital du MES est déterminée par la clé de répartition du capital de la Banque centrale européenne (BCE), reflétant la part du pays concerné dans la population totale et le produit intérieur brut de la zone euro. Le capital du MES n'est pas directement utilisé pour des prêts aux pays dans le besoin. Le mécanisme table sur des notations de crédit élevées, Aaa (Moody's)/AAA (S&P)/AAA (Fitch), pour lever des fonds destinés à l'aide financière grâce à la vente d'obligations et de bons aux investisseurs, s'assurant ainsi que l'argent des contribuables n'est jamais utilisé pour accorder des prêts aux pays bénéficiaires.

Instruments

Les instruments de prêt du MES comprennent cinq éléments distincts. Il s'agit notamment de prêts dans le cadre d'un programme d'ajustement macroéconomique, qui ont été utilisés en Irlande, au Portugal, en Grèce et à Chypre, ainsi que les prêts accordés par le MES à l'Espagne au titre de la recapitalisation des banques. Les instruments sont répertoriés dans le tableau 7 ci-dessous.

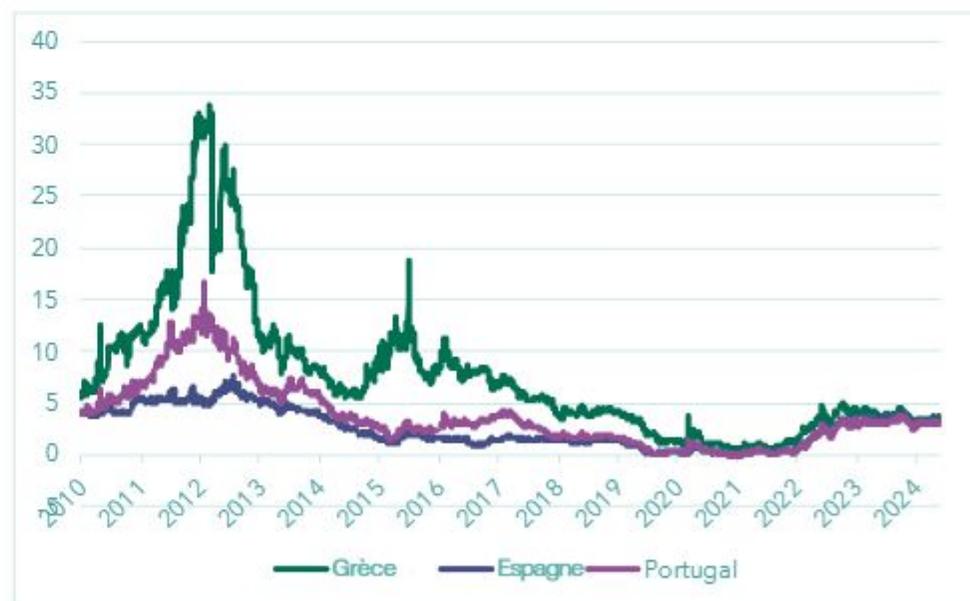
Tableau 7 : Instruments de prêt du MES

Instrument	Objectif	Conditionnalités	Utilisés
Prêts dans le cadre d'un programme d'ajustement macroéconomique	Aider les membres du MES ayant un besoin urgent de financement et qui ne peuvent plus accéder aux marchés	Sous réserve de la mise en œuvre des réformes macroéconomiques préparées par le CE et la BCE	Irlande, Portugal, Grèce, Chypre
Achats sur le marché primaire	Le MES peut réaliser des achats d'obligations ou de titres de créance afin de maintenir ou de restaurer ses liens avec les investisseurs et réduire le risque d'échecs non réussies.	Pas de conditionnalité supplémentaire au-delà du programme sous-jacent.	Non utilisé
Achats sur le marché secondaire	Aider à maintenir le bon fonctionnement du marché de la dette publique en cas de pénurie de liquidité mettant en danger la stabilité financière.	Pour les membres du MES ne bénéficiant pas d'un programme, des conditions politiques spécifiques s'appliquent.	Non utilisé
Ligne de crédit préventive	Soutenir des politiques solides, prévenir l'émergence de crises et maintenir un accès continu au financement sur les marchés.	Le membre du MES fait l'objet d'une surveillance renforcée par la Commission européenne	Non utilisé
Prêts pour la recapitalisation indirecte des banques	Préserver la stabilité financière de la zone euro en traitant les cas où le secteur financier est principalement à l'origine d'une crise.	Cela s'applique à la régulation financière, à la gouvernance des entreprises et aux lois nationales concernant la restructuration	Espagne

Impact

Le MES et son prédécesseur, le FESF, ont joué un rôle déterminant dans la stabilisation des économies de plusieurs pays de la zone euro en période de difficultés financières. L'indicateur la plus visible de leur succès est l'amélioration des performances des pays ayant sollicité de l'aide. L'Irlande, l'Espagne, le Portugal, Chypre et la Grèce ont achevé leurs programmes de manière satisfaisante entre décembre 2013 et août 2018. Grâce aux prêts accordés et au large éventail de réformes mises en œuvre, ces pays en sont sortis plus forts, ont regagné la confiance des marchés financiers, et maintenant ils obtiennent des financements à des taux d'intérêt plus bas (voir figure 16). L'annexe 5 présente plus de détails sur les cas et réalisations spécifiques de ces pays.

Figure 16 : Rendement des obligations européennes à 10 ans (%)²³



²³ Source: Bloomberg

Encadré 3 : Étude de cas 2 sur les MFR : L'Initiative de Chiang Mai

Création et mandat

Après la crise financière asiatique de 1997-1998, l'Association des nations de l'Asie du Sud-Est (ASEAN) regroupant la Chine, la Corée du Sud et le Japon, a mis en place un réseau d'accords bilatéraux d'échange de devises pour faire face aux difficultés de liquidité à court terme de la région et compléter les facilités internationales existantes. En 2010, l'Initiative de Chiang Mai a été multilatéralisée. En d'autres termes, elle est passée d'un réseau d'accords bilatéraux entre des pays, à un accord unique, la multilatéralisation de l'Initiative de Chiang Mai (CMIM).

Le CMIM est un accord multilatéral d'échange de devises, conclu entre les 10 membres de l'ASEAN, à savoir la République populaire de Chine (y compris Hong Kong), le Japon et la Corée du Sud, d'un montant total de 240 milliards d'USD, régi par un accord contractuel unique; tandis que l'Initiative de Chiang Mai (CMI) est un réseau d'accords de swap bilatéraux entre les autorités des pays de l'ASEAN+3 et l'ASEAN-5 (figure 17).

Une unité de surveillance, le Bureau de recherche macroéconomique de l'ASEAN+3, a été créée pour surveiller les signes de risques émergents dans les pays membres, et fournir une analyse des pays qui demandent des fonds au CMIM, à l'instar de ce que le FMI fait pour ses pays membres. Les quatorze pays participant au CMIM ont convenu d'une certaine contribution financière, et ensuite, ils ont été autorisés à emprunter un multiple de ce montant, soit 0,5 pour la Chine et le Japon, et 5 pour le Vietnam, le Cambodge, Myanmar, Brunei et le Laos. En 2014, l'enveloppe de l'accord a été doublée, passant de 120 milliards d'USD à 240 milliards d'USD, et le montant auquel un pays pouvait accéder sans participer à un programme du FMI est passé de 20 % à 30 %.

Figure 17 : Chronologie du CMIM



Instruments

Le CMIM comprend deux principales facilités :

- La ligne de précaution du CMIM (CMIM-PL) : Inspirée de la ligne de précaution et de liquidité (LPL) du FMI, cette facilité fournit un soutien financier à titre de précaution pour prévenir les crises.
- La facilité de stabilité du CMIM (CMIM-SF) : Cette facilité offre une aide financière pour permettre au bénéficiaire de remédier aux difficultés réelles de balance des paiements et de liquidité à court terme.

Les deux facilités peuvent être dissociées ou liées à un programme du FMI. Pour certains membres, les volumes disponibles liés au CMIM sont supérieurs à la facilité du FMI (tableau 8).

Tableau 8 : Volumes du CMIM

	CMIM		FMI-SBA
	Dissocié	Lié	
Chine	10,3	34,2	185,5
Hong Kong Chine	1,9	6,3	-
Japon	11,5	38,4	187,6
Corée	11,5	38,4	62,2
Indonésie	6,8	22,8	28,3
Singapour	6,8	22,8	23,7
Malaisie	6,8	22,8	22,1
Thaïlande	6,8	22,8	19,5
Philippines	6,8	22,8	12,4
Vietnam	3,0	10,0	7,0
Cambodge	0,4	1,2	1,1
Myanmar	0,2	0,6	3,1
Brunei	0,1	0,3	1,8
RDP Lao	0,1	0,3	0,6

Impact

Il est intéressant de noter que ces lignes de swap n'ont jamais été réellement utilisées. Durant la crise financière de 2008, lorsque la Corée tira à hauteur de 16,4 milliards d'USD de sa ligne de swap avec la Réserve fédérale, ni la Corée ni aucun autre pays partie à ces accords ne les ont utilisés pour obtenir des devises étrangères. Certes, les montants disponibles par le biais de Chiang Mai étaient suffisamment importants pour augmenter considérablement les réserves d'un pays, mais la conditionnalité du FMI (pour emprunter au-delà de 30 % du quota d'un pays) était un obstacle majeur à l'utilisation des fonds de Chiang Mai. En revanche, aucun programme du FMI n'était nécessaire pour emprunter la totalité du montant disponible par le biais des lignes de swap de la Fed. Toutefois, l'existence du CMIM et du mécanisme de surveillance associé du Bureau de recherche macroéconomique de l'ASEAN+3 a contribué à fournir une assurance contre les chocs et a réduit la prime de risque associée à la région sur les marchés de capitaux internationaux.

Encadré 4 : Étude de cas 3 sur les MFR : Fonds de réserve latino-américain.

Création et mandat

Le Fonds andin de réserve (FAR) a été créé en 1978, en réponse aux besoins de la Bolivie, la Colombie, l'Équateur, du Pérou et du Venezuela. Sur les bases solides d'un organisme pleinement opérationnel, le FAR est devenu le Fonds de réserve latino-américain (FLAR) en 1989, en raison de l'intérêt d'une expansion à toute l'Amérique latine. Ainsi, le Costa Rica, l'Uruguay et le Paraguay ont adhéré au FLAR en 2001, 2008, et 2015 respectivement, et en 2022, la banque centrale du Chili a rejoint les rangs du FLAR en tant que banque centrale associée.

Le FLAR a pour objectifs : 1) de soutenir la balance des paiements des pays membres en accordant des prêts ou en garantissant des prêts de tiers; 2) d'améliorer les conditions d'investissement des réserves internationales des pays membres; et 3) de contribuer à l'harmonisation des politiques de change, monétaires et financières des pays membres. Le total du capital souscrit et versé du FLAR a dépassé 3,3 milliards d'USD en 2023.

Instruments

Les instruments de prêt du FLAR comprennent une gamme d'instruments adaptés pour répondre à divers besoins économiques. Ces instruments comprennent les prêts, les garanties et autres éléments financiers autorisés par le Conseil d'administration, y compris les opérations de mise en pension. Actuellement, le FLAR offre aux banques centrales de ses pays membres trois lignes de crédit ou autre soutien financier : le soutien à la balance des paiements, les liquidités et les imprévus.

Le plafond de tous les prêts ou autres soutiens financiers dont un pays bénéficie auprès du FLAR ne peut excéder 2,5 fois son capital versé. Les banques centrales ont toujours honoré leurs obligations envers le FLAR, même dans des situations de suspension du service de la dette publique extérieure par leurs gouvernements. Le FLAR compte actuellement 1,485 milliard d'USD de prêts intégralement financés sur fonds propres et accordés aux banques centrales. L'Équateur dispose d'un prêt approuvé et non décaissé, à hauteur de 638 millions d'USD

Impact

Le FLAR a joué un rôle essentiel dans la stabilisation des économies des pays d'Amérique latine, dans un contexte économique difficile. Le FLAR est devenu, sur plus de quarante années d'exercice, un acteur incontournable du maintien de la stabilité financière régionale, dépassant même le FMI en matière de prêts aux pays membres pendant les périodes critiques.

Le FLAR conseille les pays membres sur les efforts de stabilité macroéconomique et s'attaque aux problèmes de balance des paiements et de liquidité. L'adaptabilité est au cœur du succès du FLAR, étant donné que les membres élargissent continuellement son champ d'action et renforcent sa capacité de prêt, qui a atteint 6,8 milliards d'USD en réponse à la crise de COVID-19. Le résumé des indicateurs financiers dans la figure 18 ci-dessous met en évidence le succès du FLAR malgré des conditions extérieures difficiles.

Figure 18 : Indicateurs financiers du FLAR²⁴



²⁴Source : Indicateurs financiers du FLAR.

4. Appel à la création d'un MASF

Étant donné que l'Afrique est le seul continent non régi par un accord de financement régional, l'Union africaine a été au premier plan des efforts de création du Mécanisme africain de stabilité financière, dont le principal objectif est d'apporter aux pays africains un soutien en liquidités aux fins du refinancement de leur dette. La Conférence des chefs d'État et de gouvernement de l'Union africaine (« la Conférence ») par décision Assembly/AU/Déc. 817 (XXXV) de février 2022, « a appelé à la création d'un MASF et demandé à la CUA et à la Banque africaine de développement de travailler avec toutes les parties prenantes concernées pour accélérer l'opérationnalisation du mécanisme et sa montée en puissance²⁵ ». De même, les 15 ministres des Finances de l'Union africaine (F15), en marge des Réunions de printemps du FMI et de la Banque mondiale en avril 2022, ont appelé à la création du MASF pour aider à prévenir les défauts de paiement dus à l'illiquidité en offrant des financements à des conditions avantageuses aux pays non liquides confrontés à un risque de surendettement.²⁶

4.1 Mandat de niche et valeur ajoutée du MASF

Le MASF se propose d'aider les pays africains à faire face aux risques de surendettement et de crises financières, en fournissant un soutien au refinancement de la dette aux PMR non liquides confrontés à un risque de surendettement, à des conditions financières avantageuses, sous réserve de mesures stratégiques spécifiques. Les principaux objectifs du MASF consisteront à :

- **Assurer un accès constant au financement** : Le mécanisme assurera un accès permanent aux marchés financiers, même en période de volatilité ou lorsque l'accès au marché est restreint.
- **Réduire les coûts de l'emprunt** : En donnant accès à des financements moins chers grâce à un instrument de financement mieux coté, le MASF entend réduire le coût de l'emprunt pour les pays membres.
- **Intensifier les financements** : Le MASF tirera parti de la plus grande réserve de marchés publics, en évitant la dépendance à l'égard des sources de financement bilatérales limitées.
- **Réduire la « prime africaine »** : La participation active aux marchés primaire et secondaire contribuera à réduire le risque perçu associé à la dette africaine, réduisant ainsi la prime imposée sur les emprunts africains.
- **Soutenir la restructuration ordonnée de la dette** : Le MASF offrira une plateforme pour faciliter la restructuration ordonnée de la dette, le cas échéant, en vue de limiter les effets d'entraînement associés au surendettement.
- **Apporter un soutien en cas de crise dans des situations particulières** : Tout comme le soutien du MES en cas de crise pandémique, ce mécanisme peut reconnaître que les membres régionaux sont susceptibles de faire face à des chocs extérieurs²⁷.

²⁵ Document non officiel de la BAD sur la création du MASF en tant qu'agence spécialisée de l'UA

²⁶ Document non officiel de la BAD sur la création du MASF en tant qu'agence spécialisée de l'UA.

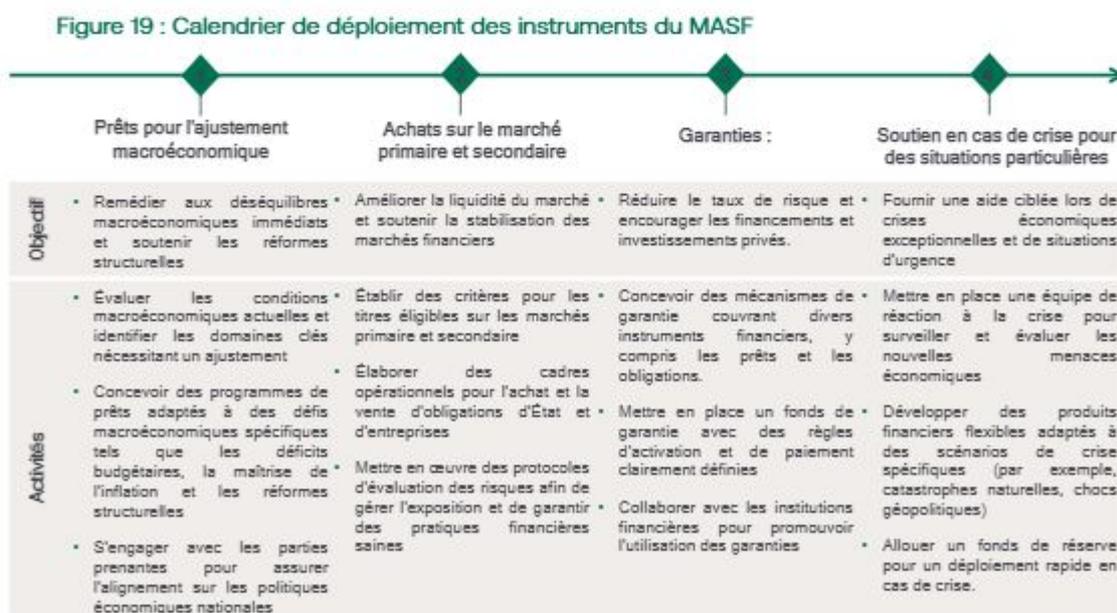
²⁷ Voir l'annexe pour une description détaillée du mécanisme de prêt du MES.

4.2. Instruments de prêt du MASF

Pour s’acquitter de son mandat de base, c’est-à-dire le refinancement de la dette, les instruments de prêt du MASF devraient être harmonisés et permettre d’aider les gouvernements qui ont un besoin immédiat d’appui budgétaire. Le mécanisme de prêt proposé comprendrait :

- **Prêts de refinancement** : Ces prêts aideront les membres en quête de financement, en particulier ceux qui ont perdu l’accès aux marchés ou pour lesquels les coûts de financement auraient une incidence importante sur la viabilité globale de leur dette. Dans le cadre de ce mandat, le MASF servira de complément ou de passerelle à un programme potentiel du FMI plutôt que de substitut.
- **Achats sur le marché primaire et/ou secondaire** : Le MASF pourrait effectuer des achats sur le marché primaire ou secondaire d’obligations ou d’autres titres de créance. Cela rétablirait des perturbations temporaires du marché ou réduirait le risque d’échec d’émission.
- **Garanties** : Les garanties totales ou partielles constituent un moyen d’utiliser le bilan du MASF pour soutenir des pays qui cherchent à émettre des dettes.
- **Soutien en cas de crise dans des situations particulières** : Tout comme le soutien du MES en cas de crise pandémique, ce mécanisme assure une assistance aux membres régionaux confrontés à des chocs extérieur²⁸.

La priorité pour le MASF est d’accorder des prêts de refinancement pour atténuer toute crise de liquidité à venir, et cette opération devrait être le premier instrument mis en place et déployé. D’autres instruments sont utiles pour accomplir la mission du MASF et peuvent être créés et déployés au fil du temps. L’intérêt de la création de tous les instruments de prêt décrits plus haut est de garantir que le MASF non seulement exécute sa mission immédiate, mais reste également pertinent au fil du temps. La figure 19 donne un aperçu global de l’échéancier de conception des instruments.



²⁸Voir l'Annexe 5 pour une description détaillée des instruments de prêt du MES.

Tout comme dans le calendrier ci-dessus, le MES a été élaboré au fil du temps (figure 20). Les instruments de prêt ont été mis au point et adaptés aux besoins des pays membres, démontrant ainsi la souplesse et la pertinence du MES sur le long terme.

Figure 20 : Calendrier et événements clés du MES



4.3. Limites du mandat du MASF et considérations possibles

Appui en liquidité pour les euro-obligations uniquement : Si le MASF limite son mandat au refinancement des euro-obligations, son soutien ne s'appliquera qu'aux pays ayant émis ces obligations. Cette approche limite immédiatement le champ d'action du MASF à quelques pays. Certes, les retombées positives sont importantes pour d'autres pays et le reste du continent, mais le nombre de pays éligibles sera limité dans un premier temps.

Mesure d'atténuation : Comme mesure d'atténuation possible, le MASF devra servir de guichet d'accès aux marchés pour les pays en quête de financement extérieur, mais dont les besoins individuels sont trop faibles pour garantir l'accès aux marchés des capitaux. Le MASF pourrait jouer le rôle d'agrégation de la demande de dette extérieure d'un plus grand nombre de pays, y compris potentiellement ceux qui n'ont pas d'euro-obligations en circulation actuellement. Avec une note et une échelle plus élevées, le MASF pourrait obtenir de meilleures conditions de financement sur les marchés internationaux des capitaux au nom de ces pays.

Aucune participation à la dette intérieure : Si le MASF limite son champ d'application au refinancement des euro-obligations, il ne soutient pas directement la dette intérieure, qui parfois, peut aussi connaître la volatilité et des pressions. Un des principaux problèmes liés

à la capacité du MASF à intervenir sur les marchés nationaux est sa capacité à acheter et régler les titres en dehors de la juridiction nationale. Les achats primaires et secondaires d'obligations par le MASF devraient donc être limités à la dette extérieure libellée en USD ou en euros négociée sur les marchés internationaux et compensable en euros.

Mesure d'atténuation : Le MASF pourrait envisager de prêter en partie en monnaie locale à la demande du pays. En tant qu'institution principalement basée sur le dollar, pour couvrir l'exposition associée au taux de change, elle devrait mettre en place une stratégie de gestion des risques.

Risque de change : Le fardeau de la dette que les pays africains doivent supporter actuellement est amplifié par la dépréciation des monnaies locales par rapport au dollar américain. Certes, l'aide accordée aux pays pour le refinancement de leur dette extérieure à des taux plus attractifs pourrait alléger en partie le fardeau, mais cette opération ne résout pas entièrement le problème, car les pays restent confrontés à une dette libellée en dollar américain et à une dépréciation de la monnaie.

Mesure d'atténuation : Comme la solution envisagée ci-après, le MASF pourrait prêter en monnaie locale pour éviter de créer un fardeau supplémentaire pour les gouvernements. Il pourrait également fournir une solution de couverture au pays en intermédiaire un swap de change afin de permettre au pays de se couvrir à de meilleures conditions que s'il le faisait de manière indépendante.

4.4. Coopération du MASF avec le FMI

Le MASF devrait fonctionner en pleine collaboration avec le FMI et respecter les principes de coopération du G20 entre le FMI et les MFR énoncés ci-après.²⁹ Six principes de coopération majeurs non contraignants ont été lus et approuvés par les dirigeants du G20 en novembre 2011. Le préambule du principe stipule que la collaboration avec le FMI doit être souple et adaptée à chaque MFR, en tenant compte des circonstances propres à chaque région et des caractéristiques des MFR.

1. Une coopération renforcée entre les MFR et le FMI serait un pas vers une meilleure prévention et une résolution plus efficace des crises, et réduirait l'aléa moral. La coopération entre les MFR et le FMI doit favoriser une surveillance rigoureuse et impartiale et promouvoir les objectifs communs de stabilité financière et monétaire au niveau régional et mondial.
2. La coopération doit respecter les rôles, l'indépendance et le processus de prise de décisions de chaque institution, tout en étant suffisamment souple pour tenir compte des spécificités régionales.
3. Certes, la coopération entre les MFR et le FMI peut être déclenchée par une crise, mais il convient de promouvoir une collaboration continue afin de renforcer les capacités régionales de prévention des crises.
4. La coopération doit commencer le plus tôt possible et inclure un partage ouvert des

²⁹ Stocktaking the Fund's Engagement with regional Financing Arrangements, IMF Policy Paper, 11 avril 2013.

- informations, et l'organisation de missions conjointes, le cas échéant.
5. Il faut, autant que possible, veiller à la cohérence des conditions de prêt pour éviter l'arbitrage et l'achat sur le marché, en particulier en ce qui concerne les conditions de politique monétaire et la tarification. Toutefois, une certaine souplesse serait nécessaire en ce qui concerne l'ajustement des conditionnalités, le cas échéant, et le calendrier des examens. En outre, les décisions définitives concernant l'assistance financière dans le cadre d'un programme commun doivent être prises par les institutions participant au programme.
 6. Les MFR doivent respecter le statut de créancier privilégié du FMI.

4.5. Justification des contributions des pays au MASF

Après avoir analysé la dynamique et les perspectives actuelles de la dette africaine, ainsi que le bien-fondé de la création du MASF, trois raisons principales expliquent pourquoi les pays africains doivent contribuer à cette initiative et comment ils pourraient en bénéficier.

Premièrement, l'éligibilité au guichet de financement : En contribuant au MASF, les pays membres deviennent éligibles pour des prêts de refinancement de la dette. Cette éligibilité est particulièrement cruciale en période de surendettement, car ces prêts sont offerts à des conditions financières avantageuses. Par ailleurs, l'accès à ces fonds est conditionné par la mise en œuvre de mesures spécifiques qui peuvent aider les pays à remédier aux vulnérabilités économiques sous-jacentes et améliorer leur stabilité financière.

Deuxièmement, réduire la prime de risque africaine : La mise en place du MASF jouera un rôle important en matière d'atténuation du risque de défaut de paiement de la dette sur tout le continent. Ce faisant, elle contribuera à réduire la prime de risque associée à la dette africaine. Cette réduction profitera à tous les pays membres en rendant leurs coûts d'emprunt plus gérables, ce qui renforcera leur résilience économique globale.

Troisièmement, favoriser l'intégration régionale : Un mécanisme de financement régional commun, tel que le MASF, renforcera l'intégration économique dans toute l'Afrique. Il réduira les effets d'entraînement négatifs qui résultent souvent des scénarios de surendettement propres à chaque pays, promouvant ainsi la consolidation de la stabilité financière et de la coopération entre les pays africains. Cette approche collective renforcera la capacité de la région à relever les défis économiques et favorisera un avenir plus viable et prospère pour tous les États membres.

4.6. Considérations finales sur la niche et la valeur ajoutée du MASF

L'Afrique ne dispose pas de mécanismes suffisants pour refinancer sa dette, et s'appuie plutôt sur des options coûteuses basées sur le marché. Le FMI et les BMD se focalisent principalement sur les nouveaux modes de financement et l'assistance technique, et non sur le refinancement de la dette. La mise en place d'un mécanisme de financement régional dédié, tel que le MASF, pourrait stabiliser la situation financière de l'Afrique en comblant le déficit de refinancement de la dette. Le MASF devrait être un instrument de prêt spécialisé, y compris des prêts et garanties de refinancement, adaptés aux besoins de l'Afrique. Il devrait être complémentaire aux mécanismes internationaux existants, et garantir un soutien opportun et abordable aux pays africains confrontés à des problèmes d'endettement. La nécessité d'un tel mécanisme est soulignée par les insuffisances des institutions actuelles, souvent limitées dans leur capacité à offrir un allègement et un appui exhaustifs en ce qui concerne la dette.

5. Structure juridique

Le MASF pourrait être mis en place comme : i) une organisation régie par un traité ou ii) un mécanisme de financement à vocation spéciale non fondé sur un traité. Il existe trois options pour une organisation fondée sur un traité, à savoir : i) un organe, une institution ou un bureau de l'UA ; ii) une agence spécialisée de l'UA ou iii) une organisation fondée sur un traité, mais non affiliée à l'UA.

5.1. Organisation fondée sur un traité non affiliée à l'UA

Deux ou plusieurs pays peuvent se réunir pour signer un traité créant le MASF sans nécessairement s'affilier à l'UA et sans avoir à démarrer avec tous les membres de l'UA (voir ci-dessous pour les aspects liés à l'affiliation à l'UA). À cet égard, le MASF peut bénéficier du soutien, de la réputation internationale et de la crédibilité d'un plus large éventail de potentielles parties au Traité. Une structure organisationnelle fondée sur un traité peut offrir les avantages suivants :

- **Stabilité et permanence juridiques** : Une organisation fondée sur un traité devrait être créée par le biais d'un accord international formel, qui fournit un cadre stable et juridiquement contraignant. Cette permanence garantit que l'organisation peut fonctionner à long terme avec un mandat clair et une autorité juridique.
- **Reconnaissance et légitimité internationales** : Fondée sur un traité, l'organisation devrait jouir de la légitimité et de la reconnaissance internationales. Cela peut accroître son influence et son efficacité en matière de gouvernance et de coopération à l'échelle mondiale.
- **Responsabilité des membres** : Les États membres d'une organisation fondée sur un traité sont légalement liés par les termes du traité. Cette démarche permet de créer un mécanisme officiel de responsabilisation qui garantit le respect des règles et obligations de l'organisation.
- **Structure de gouvernance solide** : En tant qu'organisation fondée un traité, le MASF devrait avoir des structures de gouvernance bien définies, afin d'établir sa crédibilité et faciliter la prise de décision systématique et la mise en œuvre des politiques.
- **Statut de créancier privilégié** : Comme établi dans le cadre de la mise à jour de 2022 de la politique du FMI relative aux arriérés, l'inclusion dans la politique de non-tolérance du FMI en matière d'arriérés multilatéraux comprend les critères suivants : l'adhésion institutionnelle avec au moins deux membres souverains et aucun membre non souverain . Le Fonds a établi une liste d'établissements de « Catégorie 1 » qui devraient bénéficier automatiquement du statut de créancier privilégié, qui comprenait « les mécanismes de financement régionaux et les banques centrales des monnaies de réserve, dans le cadre du filet de sécurité financière mondial ». En tant que mécanisme de financement régional fondé sur un traité, le MASF est susceptible de jouir automatiquement du statut de créancier privilégié.

²⁶ Politiques du FMI sur les arriérés souverains : <https://www.imf.org/en/About/FAQ/imf-policies-on-sovereign-arrears>.

En examinant les précédents en matière de MFR, on note que tous les MFR existants sont régis par un traité (tableau 10). Le Fonds monétaire arabe fait partie de la Ligue arabe, elle-même créée par traité. De même, le Mécanisme européen de stabilisation financière fait partie de l'UE, elle aussi créée par traité. Le principal inconvénient de la création du MASF en tant qu'organisation fondée sur un traité est le temps potentiellement long que les accords internationaux prennent habituellement pour entrer en vigueur. Pour atténuer ce risque, la création du MASF nécessitera un parrainage solide d'un groupe central de membres fondateurs qui dirigeront l'initiative.

Tableau 9 : Mécanismes de financement régionaux²⁹

Mécanisme régional	Région	Statut juridique	Affiliation
Fonds monétaire arabe		Traité	Sous-organisation de la Ligue arabe
Accord de réserve conditionnelle des BRIC		Traité	Aucune affiliation formelle mais lié aux BRICS
Multilatéralisation de l'initiative de Chiang-Mai		Traité	Aucune affiliation formelle
Fonds eurasien de stabilisation et de développement		Traité	Aucune affiliation formelle
Mécanisme européen de stabilité		Partie de l'UE	Partie de l'UE
European Stability Mechanism		Traité	Coopère avec l'UE, mais pas avec une agence
Fonds de réserve latino-américain		Traité	Aucune affiliation formelle
Accord financier nord américain		Traité	Aucune affiliation formelle

²⁹ IMF Policy Paper July 2017: Collaboration Between Regional Financing Arrangements and the IMF

Le choix de créer une organisation fondée sur un traité laisse encore en suspens d'autres décisions structurelles clés, notamment son affiliation à l'UA, sa structure d'adhésion et sa stratégie de mobilisation des ressources. Ces aspects sont abordés ci-après.

5.2 Mécanisme de financement à vocation spéciale non régi par un traité

Le MASF pourrait être créé en tant que mécanisme de financement à vocation spéciale. L'entité devra être constituée en société et capitalisée. Son mandat et le champ autorisé de ses opérations seront déterminés par les actionnaires – par opposition aux États membres. Les fonctions essentielles peuvent être exécutées en interne ou déléguées. À titre d'exemple, on pourrait citer la Facilité internationale de financement pour la vaccination (IFFIm), créée comme une société avec un modèle de partenariat, capitalisée par des engagements à long terme des donateurs (voir encadré 5). Africa50 est un autre exemple (voir encadré 6). IFFIm et Africa50 ont une mission spécifique et restreinte.



Encadré 5 : Gouvernance et structure du capital de l'IFFIm

La Facilité internationale de financement pour la vaccination (IFFIm) est une institution financière unique en son genre, créée en 2006 afin d'accélérer la disponibilité des fonds pour les programmes de vaccination dans les pays les plus pauvres du monde. L'IFFIm lève les capitaux en émettant des obligations sur les marchés internationaux des capitaux, et les bénéfices sont utilisés pour soutenir Gavi Alliance, un partenariat mondial de santé axé sur l'amélioration de l'accès à la vaccination. L'approche novatrice de l'IFFIm permet un financement immédiat des programmes de vaccination, en tirant parti des engagements à long terme des donateurs.

Structure du capital

La structure du capital de l'IFFIm permet de tirer parti des engagements à long terme des gouvernements donateurs, afin de mobiliser des fonds immédiats par l'émission d'obligations. Les éléments clés comprennent :

- Engagements à long terme des donateurs** : Les pays donateurs s'engagent à verser, sur le long terme, des contributions financières qui constituent l'épine dorsale de la base de capital de l'IFFIm. Ces engagements sont juridiquement contraignants et constituent de futurs flux réguliers de trésorerie.
- Émission d'obligations** : L'IFFIm émet des obligations sur les marchés internationaux de capitaux pour lever des fonds immédiatement. Les obligations sont adossées à des engagements à long terme de donateurs, ce qui les rend attrayantes pour les investisseurs. Le produit de la vente des obligations est versé au Gavi pour des projets de vaccination.
- Notation de crédit** : L'IFFIm affiche des notes de crédit élevées (Aa1/AA-/AA par Moody's/S&P/Fitch), grâce au fort soutien des engagements des donateurs souverains et à la gestion financière assurée par la Banque mondiale. Ces notations permettent à l'IFFIm de bénéficier de conditions favorables sur les marchés obligataires.
- Gestion de la liquidité** : La Banque mondiale gère les liquidités de l'IFFIm pour s'assurer que cette facilité peut honorer ses obligations financières et décaisser des fonds en cas de besoin. Aussi convient-il d'élaborer des stratégies financières sophistiquées pour gérer les flux de trésorerie et les portefeuilles d'investissement.

Structure de gouvernance

La gouvernance de l'IFFIm est conçue pour assurer la responsabilisation, la transparence et l'efficacité de ses activités (figure 21). Les principales composantes de sa structure de gouvernance comprennent :

- Le Conseil d'administration** : Le conseil d'administration est le principal organe directeur de l'IFFIm. Il est chargé de superviser les activités de la Facilité, de donner une orientation stratégique et de veiller à ce que l'IFFIm atteigne ses objectifs. Le conseil d'administration est composé de membres dont l'expertise est diversifiée en matière de finance, de santé mondiale et de politique publique.

- Gouvernements donateurs** : Le financement de l'IFFIm repose sur des engagements à long terme de la part de donateurs souverains. Ces gouvernements promettent des paiements annuels sur des périodes allant jusqu'à 20 ans. Les pays donateurs jouent un rôle déterminant dans la gouvernance en participant au processus de prise de décision et en veillant à ce que leurs contributions soient utilisées efficacement.
- Gavi, l'alliance pour le vaccin** : Gavi est le principal bénéficiaire du financement de l'IFFIm. Elle collabore étroitement avec l'IFFIm pour identifier les besoins de financement et s'assurer que les fonds recueillis sont utilisés efficacement pour des programmes de vaccination.
- La Banque mondiale** : La Banque mondiale intervient en tant que gestionnaire de trésorerie pour l'IFFIm, fournissant des services de gestion financière, y compris la gestion des liquidités, les investissements et les activités de couverture. Elle s'assure que l'IFFIm fonctionne bien et se conforme aux bonnes pratiques financières.

Figure 21 : Structure de gouvernance de l'IFFIm



Encadré 6 : Africa50

Le concept d’Africa50 a été approuvé pour la première fois en 2013 lors des assemblées annuelles de la BAD à Marrakech, au Maroc : puis il a été lancé en juillet 2015 à Casablanca, au Maroc, qui abrite son siège actuellement. Ses engagements initiaux en capital ont dépassé 830 millions d’USD.

La création d’Africa50 est régie par les statuts plutôt que par un traité classique. Ceux-ci fixent le cadre juridique et opérationnel de l’institution.

Un aperçu détaillé des aspects fondamentaux d’Africa50 est présenté ci-dessous.

Membres, mission et structure du capital :

But et objectifs : Africa50 vise à accélérer le développement des infrastructures en Afrique, en mobilisant l’épargne à long terme sur le continent et ailleurs, et en assurant le financement des infrastructures nécessaires pour mobiliser les investissements du secteur privé.

Membres fondateurs : La capitalisation initiale d’Africa50 provenait des apports de 20 pays africains, la BAD et deux banques centrales africaines.

Structure du capital : La structure du capital d’Africa50 comprend le développement de projets et le financement de projets. Cette double approche permet à Africa50 de s’engager dans l’élaboration de projets à un stade précoce et de fournir un financement pour des projets prêts à être mis en œuvre.

Entité Développement de projets : Elle concentre ses efforts sur le développement de projets en phase initiale, l’offre d’une assistance technique tout en s’assurant que les projets deviennent bancables.

Entité Financement de projets : Elle fournit des capitaux propres, des emprunts et un financement mezzanine pour les projets en phase de mise en œuvre.

Structure de gouvernance (Figure 22) :

Assemblée générale : Elle est l’organe suprême de prise de décision, composé de tous les actionnaires (États membres, BAD et autres actionnaires). Elle définit les politiques générales et l’orientation stratégique.

Conseil d’administration : Il supervise la gestion d’Africa50, et s’assure qu’elle atteint ses objectifs stratégiques dans le respect des meilleures pratiques de gouvernance.

Direction générale : Sous la direction du PDG, la direction générale est responsable des opérations quotidiennes et de la mise en œuvre des objectifs stratégiques fixés par le Conseil d’administration.

Principes opérationnels :

Soutenabilité : Veiller à ce que les projets soient financièrement viables et durables sur le plan environnemental et social.

Partenariat : Travailler en partenariat avec les gouvernements africains, les investisseurs du secteur privé et d’autres institutions de financement du développement.

Innovation : Mettre l’accent sur des solutions de financement innovantes pour relever les défis particuliers du développement des infrastructures en Afrique.

Financement et ressources : Africa50 mobilise des ressources provenant de diverses sources, notamment les contributions des pays membres, les investissements du secteur privé et les institutions financières internationales.

² Figure 22: Structure de gouvernance d’Africa50



La création du MASF en tant que mécanisme de financement à vocation spéciale offrirait les avantages suivants :

- **Vitesse** : En tant que mécanisme de financement à vocation spéciale non fondé sur un traité, le MASF fera l'objet d'un processus de création accéléré, contournant les longues procédures de ratification des traités et permettant potentiellement une mise en œuvre plus rapide du mécanisme. Cependant, comme pour Africa50, il devra négocier des accords avec son pays hôte pour les privilèges et immunités pertinents.
- **Diversité des sources de financement** : En tant que mécanisme non fondé sur un traité, il permettra de mobiliser des capitaux auprès de diverses sources de financement, notamment par le biais de dons ou d'apports de divers partenaires, favorisant la souplesse et la diversification des sources de financement du capital. Dans une structure fondée sur un traité, le capital est levé exclusivement auprès des États membres.
- **Adaptabilité** : Contrairement aux organisations fondées sur un traité, qui peuvent nécessiter des négociations approfondies pour toute modification, les SPV peuvent être restructurés ou dissous assez facilement aux fins de les adapter à l'évolution des circonstances ou des besoins des projets.
- **Modèle de gouvernance adapté** : La structure de gouvernance et de gestion sera adaptée au MASF, avec un organe de gouvernance qui pourrait intégrer des dispositions visant à assurer une prise de décision efficace, la supervision et l'harmonisation des intérêts entre les parties prenantes.

D'autre part, étant donné que tous les MFR existants ont été créés par un traité, le MASF, s'il est mis en place, se distinguera par son modèle juridique, de gouvernance et de capital différent. En outre, il sera peu probable d'obtenir le statut de créancier privilégié comme décrit ci-dessus, ce qui entraînerait des répercussions sur la note de crédit de l'entité, les coûts de financement et l'appétence au risque. Quant à l'option d'une organisation fondée sur un traité, la création du MASF en tant que mécanisme de financement à vocation spéciale n'exclut pas d'autres décisions structurantes, notamment son affiliation à l'UA, sa structure d'adhésion et sa stratégie de mobilisation des ressources.

5.3. Organe, Institution ou Bureau de l'UA

Les États membres de l'UA peuvent décider, par une décision de l'Assemblée, de créer le MASF et d'adopter son cadre de référence, y compris le mandat et le fonctionnement du mécanisme. Tous les États membres de l'UA en deviennent automatiquement membres. Dans ce cas, le MASF fonctionnera conformément à l'architecture administrative, financière et de gouvernance de l'UA. Certes, le MASF sera contrôlé davantage par l'Afrique/l'UA, mais il sera géré sur le plan administratif et financier conformément aux règles et règlements de l'UA. Il est peu sûr que le MASF puisse mobiliser des financements sur les marchés de capitaux avec cette structure, compte tenu du règlement financier de l'UA. L'on ignore également si le MASF sera ouvert aux États non membres de l'UA. whether AFSM would be open to non AU member states.

5.4. Le MASF en tant qu'agence spécialisée de l'UA

Au moment de la création du MASF (qu'il soit fondé ou non sur un traité), il pourra simultanément demander à être une agence spécialisée de l'UA. Toutefois, il est possible également de créer d'abord le MASF en tant qu'organisation fondée sur un traité ou non, et demander ensuite que le statut d'agence spécialisée de l'UA lui soit accordé. La Conférence des chefs d'État et de gouvernement de l'UA peut également décider, avant la création du MASF, de lui accorder le statut d'agence spécialisée. Mais, cette éventualité doit être prévue explicitement dans le traité ou l'instrument de création du MASF. Une agence spécialisée de l'Union africaine (UA) est définie comme «une entité juridique autonome créée ou approuvée par la Conférence pour accomplir des tâches spécifiques de nature technique et/ou scientifique en appui à l'Union et responsable devant elle de sa contribution à la réalisation des objectifs et aspirations du continent en matière de développement; qui souscrit aux principes de bonne gouvernance d'entreprise et aux pratiques de gestion financière, en accord avec les valeurs de l'Union». En tant qu'agence spécialisée de l'UA, le MASF et son personnel bénéficieront du statut, des privilèges et des immunités de l'UA. Ce point est particulièrement important, car les privilèges et immunités permettent aux organisations internationales d'exercer leurs fonctions de manière indépendante, sans influence indue de la part des pays hôtes. Les privilèges et immunités peuvent comprendre, entre autres, l'exemption des exigences de la législation locale du travail, et l'immunité de poursuites judiciaires et d'imposition, ce qui serait important pour le bon fonctionnement du MASF.

Le statut garantit également l'appropriation du MASF par l'UA, comme prévu dans la décision de la Conférence de l'UA demandant la création du MASF. De plus, en tant qu'agence spécialisée de l'UA, le MASF peut avoir une structure de gouvernance indépendante de celle-ci – elle ne dépendra pas du budget de l'UA, ce qui lui donnera de la flexibilité dans la conception des structures et lui permettra d'appliquer des approches adaptées pour répondre à ses besoins et objectifs spécifiques. Il convient de noter que la Banque et le Fonds monétaire international sont des agences spéciales de l'ONU. En termes de composition, les agences spécialisées de l'UA, comme les organes et institutions de l'UA, sont principalement composées d'États membres de l'UA. Cependant, contrairement aux organes et institutions de l'UA, dont la composition est limitée aux États membres de l'UA, certaines agences spécialisées comptent également parmi leurs membres d'autres partenaires et parties prenantes (y compris des organisations et institutions internationales) qui ne sont pas des États membres de l'UA.

6. Structure d'adhésion

Indépendamment de la structure juridique, le MASF pourrait admettre des membres non africains ou ne retenir que des membres régionaux. Cette décision aurait un impact sur la gouvernance de l'entité, mais aussi sur sa cote de crédit, ses sources de financement, ses coûts opérationnels, voire sa capacité à remplir son mandat

6.1. Membres africains uniquement

Les autres MFR sont **généralement composés de membres régionaux uniquement (tableau 11 ci-dessous). Évidemment, le fait que le MASF soit composé exclusivement de membres africains pourrait garantir qu'il reste entre les mains d'Africains, avec une gouvernance dirigée par des Africains.** Par ailleurs, le fait d'avoir moins de membres pourrait accroître la flexibilité et la rapidité du processus de prise de décision. Toutefois, la mise en place du MASF en tant qu'entité réservée exclusivement aux Africains présente des inconvénients, notamment parce que les gouvernements africains doivent répondre à tous les besoins en capitaux. Compte tenu de la faible note de crédit des pays africains par rapport à celle de nombreux pays avancés, une adhésion exclusivement africaine pourrait limiter la capacité de l'entité à atteindre une note de crédit élevée si le MASF décide de mobiliser des financements sur les marchés de capitaux. Toutefois, le MASF peut décider de ne compter que sur les apports des membres, ce qui n'exige pas une note de crédit, mais cette option réduirait la réserve de ressources disponibles.

Tableau 10 : Autres structures d'adhésion à un MFR

MFR	Composition	Note de crédit
(Moody's/S&P/Fitch)	Algeria, Bahrain, Comoros, Djibouti, Egypt, Iraq, Jordan, Kuwait, Lebanon, Libya, Mauritania, Morocco, Oman, Palestine, Qatar, Saudi Arabia, Somalia, Sudan, Syria, Tunisia, United Arab Emirates, Yemen	No rating
Fonds monétaire arabe	Algérie, Arabie saoudite, Bahreïn, Comores, Djibouti, Égypte, Émirats arabes unis, Irak, Jordanie, Koweït, Liban, Libye, Mauritanie, Maroc, Oman, Palestine, Qatar, Somalie, Soudan, Syrie, Tunisie, Yémen	Pas de notation
Fonds de réserve d'urgence des BRICS	Afrique du Sud, Brésil, Chine, Inde, Russie	Pas de notation
Multilatéralisation de l'Initiative de Chiang-Mai	Pays membres de l'ASEAN (Brunei, Cambodge, Indonésie, Laos, Malaisie, Myanmar, Philippines, Singapour, Thaïlande, Vietnam), ainsi que la Chine, la Corée du Sud et le Japon	Pas de notation
Fonds eurasiatique de stabilisation et de développement	Arménie, Bélarus, Kazakhstan, Kirghizistan, Russie, Tadjikistan	Pas de notation
Mécanisme européen de stabilisation financière	Pays membres de l'Union européenne	Aaa/AAA/AAA
Mécanisme européen de stabilité	Pays membres de la zone euro (Allemagne, Autriche, Belgique, Chypre, Espagne, Estonie, Finlande, France, Grèce, Irlande, Italie, Lettonie, Lituanie, Luxembourg, Malte, Pays-Bas, Portugal, Slovaquie, Slovénie)	Aaa/-/AAA
Fonds de réserve d'Amérique latine	Bolivie, Colombie, Costa Rica, Équateur, Paraguay, Pérou, Uruguay, Venezuela	Aa2/AA -/AA
Accord financier nord-américain	Canada, Mexique, États-Unis.	Pas de notation

Il est à noter que seuls trois MFR ont obtenu des notes de crédit qui leur ouvrent l'accès aux marchés internationaux des capitaux.

- En tant qu'institution de l'Union européenne (UE), le Mécanisme européen de stabilité financière (MESF) est noté Aaa/AAA/AAA (Moody's/S&P/Fitch). La note de crédit élevée du MESF reflète la note moyenne des États membres de l'UE et le soutien important du budget de l'Union européenne.
- Le Mécanisme européen de stabilité (MES) a une note élevée, actuellement Aaa/AAA (Moody's/Fitch). La note élevée du MES reflète non seulement les notes élevées des pays membres de la zone euro, mais aussi leur très forte capitalisation et le faible risque d'investissement.
- Le FLAR est un exemple intéressant en ce sens que sa note est beaucoup plus élevée que la moyenne de ses États membres. Ci-après les notes de crédit des pays membres du FLAR en 2024 :
 - Bolivie : Caa3/CCC+/CCC (Moody's/S&P/Fitch)
 - Chili : A2/A/A- (Moody's/S&P/Fitch)
 - Colombie : Baa2/BB+/BB+ (Moody's/S&P/Fitch)
 - Costa Rica : Ba2/BB-/BB (Moody's/S&P/Fitch)
 - Équateur : Caa2/B-/CCC+ (Moody's/S&P/Fitch)
 - Paraguay : Baa2/BB+/BB+ (Moody's/S&P/Fitch)
 - Pérou : Baa1/BBB (Moody's/S&P)
 - Uruguay : Baa1/BBB+BBB (Moody's/S&P/Fitch)
 - Venezuela : CCC-

La note moyenne des États membres est nettement inférieure à celle de l'indice FLAR Aa2/AA-AA, la plupart des membres étant de catégorie inférieure à celle d'investissement. La capacité du FLAR à surpasser ses actionnaires en matière de notation de crédit tient à sa très forte assise financière, à son profil de liquidité solide, à l'absence d'endettement, à un levier financier très faible, et à un bilan impeccable du rendement des actifs.³²

6.2. Ouverture aux membres non africains

L'admission de membres non africains garantira la mise à disposition d'une plus grande réserve de ressources provenant des apports de membres. Avec ou sans pays non africains, le MASF peut décider de mobiliser des financements sur les marchés des capitaux ou de compter uniquement sur le financement provenant des contributions des membres grâce aux reconstitutions régulières. Si le MASF décide de mobiliser des ressources sur les marchés financiers, ses membres non africains fortement cotés lui permettront d'obtenir une notation plus élevée et de mobiliser des fonds à faible coût. Certes, notre examen montre que le capital-actions de toutes les autres MFR provient des pays membres régionaux respectifs (sans adhésion non régionale), mais l'adoption

³² Moody's Global Credit Research, 10 juillet 2020 : Mesure de notation : Moody's change ses perspectives pour passer d'une note négative à une note stable sur la notation Aa2 du Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), confirme la notation.

de la même approche pour le MASF pourrait limiter la taille du potentiel capital social de démarrage, en particulier compte tenu des conditions budgétaires actuelles des pays africains.

Si des pays non africains sont membres du MASF, il s'ensuit leur inclusion dans les structures de gouvernance du MASF, ce qui risque d'éroder le contrôle du mécanisme par des Africains. Ci-après les principaux facteurs d'atténuation qui peuvent être adoptés pour garantir le maintien d'une gouvernance fortement africaine

- Dans le scénario de base, les pays africains (PA) conservent la majorité des voix, ce qui leur donne le contrôle du processus de prise de décisions de l'entité. Toutefois, cela peut varier en fonction des apports des pays africains.
- Envisager le plafonnement du nombre d'actions de tout pays non africain ou groupe de pays non africains pour éviter un contrôle disproportionné.
- Envisager le recours à d'autres mécanismes de renforcement du capital (y compris par le biais de capitaux hybrides provenant d'actionnaires non africains), pour utiliser la capacité de financement des membres non africains, sans leur accorder le contrôle de gouvernance.

La Banque africaine de développement a pris en considération les facteurs atténuants de sa structure de gouvernance pour sa propre transition d'une institution exclusivement africaine à une institution ouverte aux membres non africains. Le principe selon lequel les membres africains détiendraient toujours la majorité du total des voix était un élément clé mis en place pour préserver le caractère africain de la Banque.³³

6.3. Ouverture aux membres non souverains

Le MASF pourrait envisager d'élargir l'adhésion à des entités non souveraines. Dans la première option, le MASF est une institution fondée sur un traité ; certes, il n'existe pas de précédent de MFR ayant des entités non souveraines comme MFR, mais un précédent existe dans l'espace BMD, aux niveaux mondial et régional. Plusieurs BMD régionales africaines ont des entités non souveraines comme membres. La Trade and Development Bank (TDB) a des actionnaires de catégorie B, dont la Banque africaine de développement. La Banque ouest-africaine de développement (BOAD) compte également des membres non souverains comme actionnaires, notamment la Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), la Banque européenne d'investissement (BEI), la Banque africaine de développement (BAD), entre autres.

La deuxième option présente le MASF comme mécanisme de financement à vocation spéciale, et il existe un précédent d'entités non souveraines actionnaires, comme dans le cas d'Africa50 décrit ci-dessus. Le principal avantage des membres non souverains serait de diversifier les sources de capital et de financement du MASF.

³³ Annexe à la résolution 02-78 adoptée par le Conseil des gouverneurs le 4 mai 1978 définissant le caractère africain de la BAD.

Comme mentionné précédemment, la politique de non-tolérance du FMI pour les arriérés multilatéraux comprend les critères suivants : « membres institutionnels avec au moins deux membres souverains », mais ajoute « et aucun membre non souverain ». Le Fonds a récemment clarifié sa position, en précisant : « pas d'actionnaire privé ». Il existe un précédent d'une BMD dont les membres non souverains bénéficient du statut de créancier privilégié, comme dans le cas de la BERD où la Banque européenne d'investissement est actionnaire. On peut envisager d'ouvrir l'adhésion au MASF aux BMD ou à d'autres institutions publiques, mais aucun actionnaire privé ne devrait être inclus, afin d'éviter de compromettre le statut de créancier privilégié de l'institution.

En outre, on ne sait pas s'il serait possible d'enregistrer la Charte du MASF en tant que traité auprès du Bureau des traités des Nations Unies si certains de ses actionnaires sont non souverains. L'un des avantages de l'enregistrement auprès de l'ONU est que les actionnaires peuvent utiliser les organes de l'ONU pour faire valoir leurs droits en vertu du traité enregistré (voir l'article 102 de la Charte des Nations Unies). En évaluant ces options, les parties prenantes doivent peser les avantages et les inconvénients entre l'inclusivité et le contrôle, et reconnaître l'importance de trouver un équilibre qui maximise l'efficacité du MASF dans la promotion de la stabilité financière tout en sauvegardant les intérêts régionaux et la souveraineté.

6.4. Matrice récapitulative de la structure juridique

En conclusion, le choix entre une organisation fondée sur un traité et un mécanisme de financement à vocation spéciale pour le MASF dépend des priorités et des préférences des parties prenantes. Si la reconnaissance internationale, la stabilité à long terme, le statut de créancier privilégié et la gouvernance formelle sont primordiaux, l'approche fondée sur un traité est préférable. Inversement, si la priorité est donnée à une mise en œuvre rapide et à l'adaptabilité, le mécanisme de financement à vocation spéciale pourrait offrir des avantages importants. Les deux options présentent des avantages et des défis uniques qui doivent être soigneusement pesés afin de déterminer la structure de gouvernance la plus appropriée pour le MASF. Le tableau 12 est une synthèse des options avec des considérations de haut niveau pour chacune des permutations possibles. Le surlignage gris représente les options non recommandées ou non disponibles. Le surlignage vert représente les options préférées.

²⁴Transcription du Département Afrique, Conférence de presse, avril 2024 : <https://www.imf.org/en/News/Articles/2024/04/19/tro41924-transcript-of-afr-presser>.

Tableau 11 : Matrice récapitulative des options juridiques, de gouvernance, d'adhésion et de gestion

Statut juridique / Composition	Fondé sur un traité	Mécanisme de financement à vocation spéciale	Agence spécialisée de l'UA	Organe de l'UA
Pays africains uniquement	<p>En cohérence avec les autres MFR</p> <p>Gouvernance contrôlée par les membres régionaux</p> <p>Limitation des ressources de financement sans pays non africains</p>	<p>Les mêmes considérations en matière d'adhésion que pour une entité fondée sur un traité</p> <p>Le principal problème est la gouvernance et le statut de créancier privilégié</p>	<p>Bénéficie de privilèges et immunités dans les États membres de l'UA</p>	<p>Avantages du cadre institutionnel existant</p> <p>Pas de gouvernance indépendante</p> <p>Pas de financement indépendant ou de levée de capital, ce qui limite la portée</p>
Pays africains + Membres non souverains	<p>Comme ci-dessus avec des ressources supplémentaires</p>	<p>Les mêmes considérations en matière d'adhésion que pour une entité fondée sur un traité</p>	<p>Comme ci-dessus, l'adhésion de membres non souverains est possible pour les agences spécialisées de l'UA</p>	<p>S.O.</p>
Africains + Droits de tirage spéciaux (DTS) hybrides	<p>Il est probable que le MASF soit un détenteur de DTS prescrit</p> <p>Les prêteurs de DTS pourraient vouloir avoir leur mot à dire dans la gouvernance</p>	<p>S.O.</p> <p>Le mécanisme de financement ne pourrait pas devenir un détenteur de DTS prescrit</p>	<p>La couche hybride dans la structure du capital ne devrait pas avoir d'incidence sur le statut d'agence spécialisée</p>	<p>S.O.</p>
Membres africains + non africains	<p>Maximiser les ressources financières et le soutien</p> <p>Permettrait d'obtenir la notation de crédit la plus élevée</p>	<p>Les mêmes considérations en matière d'adhésion que pour une entité fondée sur un traité</p> <p>Le principal problème est la gouvernance et le statut de créancier privilégié</p>	<p>Rien n'indique que cette option existe</p>	<p>S.O.</p>

7. Structure du capital

La structure du capital du MASF comporte deux options principales : **une structure à effet de levier** qui accède aux marchés des capitaux, ou **une option non commerciale** qui ne débourse que les cotisations des membres. Chacun de ces éléments entraîne des répercussions profondes sur l'évolutivité, les coûts et les besoins en capital du MASF. Les besoins en capital mentionnés dans cette section sont préliminaires et visent à orienter les modalités opérationnelles et d'apport après la mise en place à un haut niveau du MASF. Ces modalités devraient être examinées avec des membres potentiels. Cet exercice sera effectué dans les phases ultérieures et avant la mise en service complète de l'entité.

Les recommandations relatives au modèle financier et à la structure du capital reposent sur deux hypothèses principales :

- **Capacité de l'entité à décaisser jusqu'à 5 milliards d'USD par an.** Ce montant couvrirait jusqu'à 50 % des besoins de refinancement en liquidités et en euro-obligations au cours des 10 prochaines années. Certes, le montant dans le cadre de cette hypothèse est élevé, mais il est important que l'entité ait une puissance de feu suffisante dès le départ pour établir sa crédibilité et sa position sur le marché.
- **Une note de crédit cible Aa/AA.** Compte tenu du rôle anticyclique joué par le MASF, il est essentiel que l'entité ait un accès constant au marché. Une note de crédit inférieure à Aa/AA entraverait l'accès du MASF au marché en limitant sa capacité de financement dans des conditions de marché volatiles. En outre, l'entité répercuterait des coûts de financement plus élevés sur ses emprunteurs.

Cette section explore quatre variations possibles des structures de capital. Elles ne diffèrent que par leur notation, leur effet de levier, leurs exigences en matière de capitaux propres et de dette :

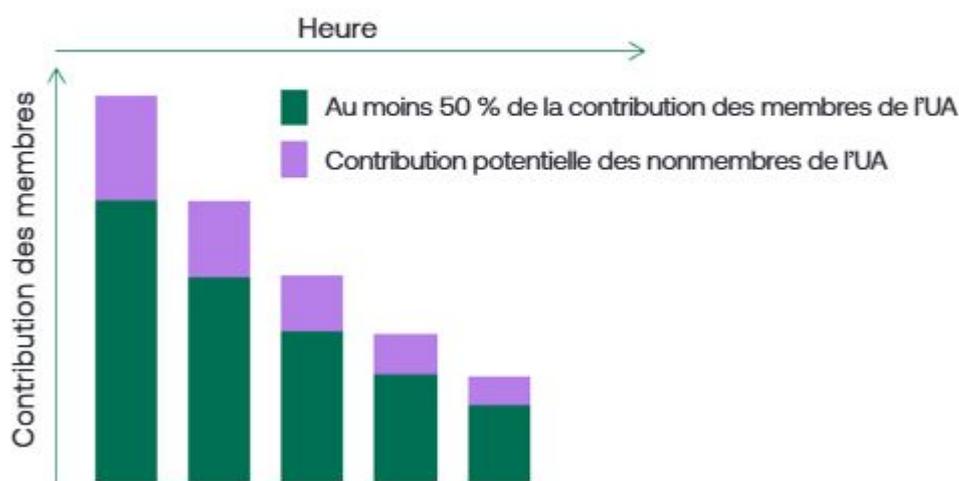
- Aucune structure de financement du marché/contribution des membres uniquement
- Les membres non africains contribuent à hauteur de 40 % des capitaux propres, contre 60 % pour les membres africains
- Les membres non africains contribuent à hauteur de 20 % des capitaux propres, contre 80 % pour les membres africains
- Les membres africains ne couvrent que le total des besoins en capital.

L'option de financement hors marché exige plus de capital à l'avance et est limitée dans le temps, car une fois que les capitaux propres des membres sont payés, l'instrument doit faire l'objet de reconstitution pour poursuivre ses opérations de prêt. Les différentes options de financement par le marché nécessitent moins de capital initial, car elles obtiennent des prêts des marchés financiers.

7.1. Contributions des membres uniquement

Dans la première option, le MASF ne compte que sur les contributions de ses États membres et sur aucun effet de levier. Dans cette structure, tous les prêts proviendront des capitaux propres des actionnaires et seront décaissés selon un ratio de 1:1 (1 USD de fonds propres équivaut à 1 USD de prêt). Certes, les prêts sont remboursés au fil du temps, mais l'entité entraînera des coûts fixes susceptibles de dépasser les marges sur les prêts, et la reconstitution des fonds devra se faire au fil du temps à mesure que le capital sera déployé. La Figure 23 décrit ce modèle basé uniquement sur les contributions des membres, en soulignant la diminution progressive des fonds à mesure que le capital est utilisé. Cette structure est plus proche de la structure de financement du FMI, qui ne repose que sur les contributions des membres. Parmi tous les scénarios, les ressources destinées à l'aide aux pays africains seront les plus limitées, car tout le capital est nécessaire dès le départ. En outre, les fonds devront être reconstitués au fil du temps. Chaque reconstitution peut prendre du temps, et risque de limiter la portée des actions du MASF ou de retarder sa capacité à intervenir rapidement en cas de besoins majeurs.

Figure 23 : Structure illustrative des contributions des membres



À ce jour, les MFR qui dépendent uniquement des contributions des membres n'ont ni décaissé ni approuvé de prêt (tableau 12). Jusqu'à présent, le Fonds de réserve d'urgence des BRICS, l'initiative de Chiang-Mai et l'Accord financier nord-américain n'ont pas utilisé les contributions pour les décaissements. En revanche, tous les autres MFR dotés d'une structure de capital basée sur le capital versé et le financement par le marché ont déployé leurs ressources en fonction de leur mandat. Trois explications peuvent être avancées :

1. Aucune demande d'assistance depuis la création et stabilité relative : C'est le cas de l'Accord financier nord-américain
2. Critères de décaissement rigoureux : Cela aurait pu être le cas pour l'initiative de Chiang Mai, dont les prêts sont assortis de conditions strictes pour les pays
3. Réactivité limitée de la structure de gouvernance.

Tableau 12 : Études de cas des mécanismes financiers régionaux

Mécanisme régional	Région	Ressources	Part des ressources utilisées
Fonds monétaire arabe		Versé et Marché	45%
Accord de réserve conditionnelle des BRICS		Engagements	0%
Multilatéralisation de l'initiative de Chiang-Mai		Engagements	0%
Fonds eurasiatique de stabilisation et de développement		Versé	31%
Mécanisme européen de stabilité		Marché	82%
European Stability Mechanism		Marché	25%
Fonds de réserve latino-américain		Versé et Marché	15%
Accord financier nord-américain		Engagements	0%

7.2. Structure de financement de marché

Dans le cadre de la structure de financement de marché, le MASF devra se constituer une base de capital permanente composée de capital libéré et potentiellement exigible de ses États membres. Ensuite, ce capital sera mobilisé par l'émission d'instruments de dette sur les marchés des capitaux. Les produits du marché des capitaux seront décaissés à cet effet, comme l'exigent ses opérations de prêt. Les principaux avantages de cette option sont les suivants :

- Des exigences de capital initial plus faibles et une éventuellement une plus grande échelle d'action, puisque toutes les opérations de prêt seront financées par des activités sur les marchés de capitaux, en tirant parti des actions du MASF
- L'établissement d'une base de capital unique et permanente qui n'aura pas besoin d'être reconstituée au fil du temps

Le Mécanisme européen de stabilité (MES) est un exemple remarquable de mécanisme financier régional fondé sur le marché, qui utilise l'effet de levier dont il dispose pour avoir une certaine ampleur. Avec un capital versé de 88,5 milliards d'USD, il peut atteindre une capacité de prêt globale de 500 milliards d'USD.

L'option de financement par le marché s'appuie sur l'atteinte par le MASF d'une note de crédit élevée pour avoir un accès constant aux marchés des capitaux. Étant donné que l'entité est par nature à effet de levier, ses emprunts, et donc les taux d'intérêt, sont principalement déterminés par sa notation de crédit. Les sections suivantes se penchent sur la notation que le MASF peut obtenir, en examinant : i) le capital requis et ii) l'impact sur la note de la composition de l'actionnariat – en particulier en considérant un MASF exclusivement africain ou constitué d'Africains et de non Africains

7.2.1 Hypothèses de modèle du MASF

Cette section utilise un modèle financier et un modèle de notation pour déterminer le capital requis et la structure optimale des membres nécessaires pour permettre au MASF d'obtenir une note appropriée. Nous commençons par exécuter le modèle sur la base d'une hypothèse de notation Aa/AA, car cela sert de scénario de base et d'objectif de notation cible. Étant donné que l'obtention d'une note Aa/AA nécessite un certain pourcentage d'actionnaires dont la note est supérieure à celle de l'entité, nous avons également effectué une analyse de sensibilité en utilisant des hypothèses de notation A2/A. Cela nous a permis d'évaluer l'impact sur la notation globale et la structure du capital si les exigences des actionnaires ne peuvent pas être respectées.

Par conséquent, le modèle est fondé sur les hypothèses suivantes.

1. Décaissement de prêts par an : maximum à 5 milliards d'USD

- Comme indiqué dans la Section 2, les prochains besoins de refinancement des euro-obligations s'élèvent à environ 10 milliards d'USD par an au cours de la prochaine décennie. Toutefois, nous présumons une baisse des décaissements en faveur du MASF, étant donné que l'aide financière ne sera pas sollicitée par tous les pays. request financial assistance.
- Dans le modèle, l'échéance moyenne du prêt est de 10 ans, amortie sans délai de grâce. Certes, le modèle est plus court que le financement concessionnel habituel, mais il représentera toujours une durée moyenne plus longue que le financement de marché actuellement disponible pour les pays bénéficiaires.

2. Coût du financement : Notation AA/AA à 4,96 % et notation A2/A à 5,15 %³⁵

- Il s'agit d'une estimation basée sur les niveaux de rendement actuels réalisables sur le marché en USD pour une entité notée Aa/AA et A2/A qui émet une obligation à 5 ans d'un montant de 1 milliard d'USD. Cette estimation est soumise à l'évolution des taux sous-jacents et des conditions du marché. Elle est également conditionnée au positionnement réussi de la nouvelle entité sur le marché, à l'élaboration d'une vaste stratégie de commercialisation auprès des investisseurs internationaux et l'établissement d'un programme de financement global. Par réalisme, une combinaison de financement plus sophistiquée sera mise en œuvre au fil du temps. Toutefois, aux fins de l'exercice initial, nous avons supposé que la principale source de financement était un produit simple à revenu fixe.

3. Taux d'intérêt créditeur : 50 points de base au-dessus du coût de financement

- Cette estimation est fondée sur des taux de prêt comparables d'institutions similaires.

4. Gestion de la liquidité

- Nous avons adopté une politique conservatrice et prudente en matière de gestion des liquidités afin de garantir aux agences de notation la note la plus élevée possible selon ces critères.
- Les capitaux propres sont réinvestis sous forme de trésorerie et équivalents de trésorerie, d'actifs de trésorerie, avec des prêts financés par des marchés financiers. Dans ce scénario, 52 % des liquidités sont en espèces et équivalents (échéance ≤ 1 an) et 48 % en titres de créance (échéance >1 an)
- Cela suppose qu'aucun prêt ne sera consenti sur des fonds propres; les prêts seront financés plutôt par l'activité des marchés financiers.
- En ce qui concerne les capitaux propres, nous avons séparé deux portefeuilles de placements, à savoir : i) les placements à moyen terme avec un rendement d'environ 3,8 %, et ii) la trésorerie et équivalents de trésorerie avec un rendement de 2 %.

5. Prêts non productifs : 3 %

- Le ratio de PNP supposé est supérieur à celui du portefeuille souverain de la BAD, qui se situe à 1 %. Étant donné que les activités de prêt du MASF seront dirigées vers des pays à risque de surendettement, il est approprié de supposer que le ratio de PNP du MASF sera supérieur à celui de la BAD. Toutefois, nous notons

³⁵ À compter de juin 2024 et sous réserve de modifications en fonction des conditions du marché.

également que le MASF aurait préféré le statut de créancier s'il avait été créé comme une organisation fondée sur un traité, et que des institutions comparables telles que le FLAR et le MES n'appliquent pas de ratio de PNP. Par conséquent, nous considérons que 3 % est un niveau de prudence.

- Nous avons également appliqué le scénario avec un ratio de PNP de 6 %, en gardant les autres hypothèses intactes. Avec un ratio de PNP de 6 %, la note potentielle maximale que le MASF peut obtenir est A2/A. Cela est dû au fait que les PNP, en tant qu'indicateurs de rendement des actifs, représentent 20 % de la note intrinsèque globale. Par conséquent, un faible rendement des actifs aura un impact important sur la note globale.
- Nous supposons que l'entité devra bénéficier d'un statut de créancier privilégié (SCP), ce qui réduirait considérablement le ratio des prêts non productifs.

6. Effet de levier cible : 1,5-2,5 x

- Un ratio de levier (actifs/capitaux propres utilisables) d'environ 1,5 -2,5 x est visé pour obtenir des notes « A2/A » sur les facteurs de levier, qui contribuent à 20 % de la note globale de Moody's. Le modèle financier indique un ratio de levier de 2,33 x. Actuellement, l'effet de levier de la BAD est d'environ 2,5-4 x, avec des notes Baa/BBB.

7. Capital callable : Aa/AA à 75 % du capital souscrit, A2/A, sans capital callable

- Cette somme est basée sur la répartition du capital de la BAD entre le capital versé et le capital callable. Le montant du capital callable disponible à des fins d'effet de levier dépend des notes de crédit des actionnaires. En général, les agences de notation prennent en compte le capital callable des pays dont la note est égale ou supérieure à celle de l'entité.
- Dans le cas du MASF, le capital callable ne pourra être considéré que si des membres non africains bénéficiant d'une note de crédit élevée apportent leur soutien. Aucun capital callable ne devrait avoir une incidence sur la note de crédit du MASF dans le scénario de 100 % de membres africains.

8. Monnaie : Bilan entièrement dollarisé

- Pour cet exercice, nous avons supposé que 100 % des prêts seront effectués en dollars des États-Unis. En théorie, le MASF pourra prêter dans d'autres monnaies, y compris l'euro, et devra donc lever des fonds en euros ou prendre des risques de change (qui peuvent être couverts par des swaps de change et de devises croisées). Nous n'avons pas encore modélisé cette possibilité, mais d'autres monnaies peuvent être ajoutées à moyen terme.

7.2.2 Considérations relatives à la notation de crédit et à la composition de l'actionariat

Sur la base de la structure du capital et de la performance financière simulée, le MASF pourrait éventuellement obtenir les notations suivantes pour chaque composante, suivant la méthodologie de Moody's (figure 24) :

1. **Composante Adéquation du capital : A3/A- (note de la BAD : A3/A -)** ³⁶
2. **Composante Liquidité et financement : A1/A+ (note de la BAD : Aa1/AA+)**
 - Soit une note de solidité financière intrinsèque de A2/A
3. **Capacité et volonté des parties prenantes de soutenir : Pour atteindre la note Aa/AA ciblée, l'entité devrait donc obtenir une note minimale de A2/A sur la composante « Capacité et volonté des parties prenantes de soutenir le mécanisme » (identique à celle de la BAD à A2/A), comme indiqué dans la figure 24 ci-dessous.**

La présence de membres non africains est nécessaire pour renforcer la note des actionnaires et atteindre une cote de crédit Aa/AA pour le MASF. Sans soutien supplémentaire de la part des pays classés simple A ou double Aa/AA, la note moyenne des actionnaires africains se situerait dans la fourchette Ba1/B+ - Ba2/B. Considérant que la note moyenne des pays africains se situe autour de B, cette option ne pourrait pas supporter une note minimale des actionnaires de Ba/BB et donner au MASF une note de crédit de Aa/AA. Nous estimons que si 20 % des membres du MASF sont notés Aa/AA ou plus, la note des actionnaires s'élèverait à Ba2/BB, ce qui serait suffisant pour donner au MASF la note Aa/AA ciblée. Étant donné qu'aucun pays africain n'est noté AA/AA (la note A3/A- du Botswana est la plus élevée), 20 % des actionnaires devront être des membres non africains. Par conséquent, le MASF aura besoin d'au moins 20 % de membres non africains pour atteindre la note cible Aa/AA. La répartition minimale potentielle 80 %/20 % (Africains/non africains) permettra aux actionnaires d'obtenir une note moyenne de Ba2/BB.

³⁶ L'adéquation des fonds propres de la BAD a été prise comme référence, car elle est l'institution la plus proche du MASF.

Figure 24 : Note initiale potentielle du MASF selon la méthodologie de Moody's

Modèle de notation de crédit de Moody's	Entrées	Note initiale	Note ajustée	Note attribuée
Facteur 1: Adequation du capital			A3	A3
Situation de capital		A3	A3	
Ratio de levier [Actifs / Fonds propres utilisables]	2.33			
Tendance	0			
Impact des profits et pertes sur l'effet de levier	0			
Qualité du crédit des actifs de développement (GCAD)		Ba1	Ba1	
Evaluation de la GCAD	Ba1			
Tendance	0			
Performance des actifs		A3	A3	
Actifs non performants [Actifs non performants/ Actifs de développement]	3.00%			
Tendance	0			
Croissance excessive des actifs de développement	0			
Facteur 2: Liquidité et financement			A1	A1
Ressources liquides		A2	A2	
Disponibilité de ressources liquides - Actifs liquides / Sorties nettes de trésorerie	100.00%			
Tendance des sorties de couverture	0			
Accès aux liquidités extraordinaires	0			
Qualité du financement			A1	
Structure de financement	A1			
Solidité financière intrinsèque préliminaire [facteur 1+ facteur 2]				A2
Autres ajustements				0
Environnement opérationnel	0			
Qualité de la gestion	0			
Solidité financière intrinsèque ajustée				A2
Facteur 3:			A2	2
Capacité à soutenir			Ba2	
Note moyenne pondérée des actionnaires	Ba2			
Volonté de soutenir		Aaa	Aaa	
Soutien contractuel [Capital callable / Dette totale]	362.8%			
Des mécanismes d'application solides	0			
Améliorations des paiements	0			
Soutien non contractuel	moyen			
		Résultat indiqué par la carte de pointage		Aa3
		Note potentielle attribuée		Aa3

Table 13: Shareholder Rating Composition

Africains [100%]	Non africains [0%]			
	Aa3	A1	A2	A3
Ba1	Ba1	Ba1	Ba1	Ba1
Ba2	Ba2	Ba2	Ba2	Ba2
Ba3	Ba3	Ba3	Ba3	Ba3
B1	B1	B1	B1	B1

Africains [90%]	Non africains [20%]			
	Aa3	A1	A2	A3
Ba1	Baa2	Baa2	Baa3	Baa3
Ba2	Baa3	Baa3	Baa3	Ba1
Ba3	Ba1	Ba1	Ba1	Ba1
B1	Ba2	Ba2	Ba2	Ba2

Africains [90%]	Non africains [10%]			
	Aa3	A1	A2	A3
Ba1	Baa3	Baa3	Baa3	Baa3
Ba2	Ba1	Ba1	Ba1	Ba1
Ba3	Ba2	Ba2	Ba2	Ba2
B1	Ba3	Ba3	Ba3	Ba3

Africains [70%]	Non africains [30%]			
	Aa3	A1	A2	A3
Ba1	Baa1	Baa2	Baa2	Baa2
Ba2	Baa2	Baa2	Baa3	Baa3
Ba3	Baa3	Baa3	Baa3	Ba1
B1	Baa3	Ba1	Ba1	Ba1

Note: Zone cible minimale Zone de confort

Toutefois, le MASF peut encore maintenir une structure de capital de financement du marché avec 100 % de membres africains. Dans ce cas, la note intrinsèque sera A2/A, inférieure à Aa/AA, mais suffisante pour mobiliser des financements sur les marchés de capitaux internationaux. Cependant, il convient de noter qu'une note simple-A aura un impact sur le coût de financement de l'entité, et donc sur les conditions de prêt. Le simple-A aura également une incidence sur la capacité de l'entité à se financer « en permanence » sur le marché. Compte tenu du rôle anticyclique du MASF, la note simple-A risque d'influer sur la capacité de l'entité à remplir sa fonction essentielle. Au fur et à mesure que le MASF consolide son bilan, il peut améliorer sa note au fil du temps. Par exemple, si le MASF réussit à émettre sa première obligation avec un bon taux de souscription, il mettra en évidence un accès solide au marché. Cela peut entraîner une augmentation graduelle de sa note intrinsèque à l'avenir.

Pour que le MASF obtienne une note initiale Aa/AA, une autre possibilité consisterait à afficher une note initiale plus faible et un bilan impeccable à améliorer au fil du temps. Dans le cas du FLAR, dont les pays membres affichent une faible cote de crédit, il a été noté pour la première fois en 2002, plus d'une décennie après sa création (en 1989). Lorsqu'il a obtenu sa première note, il bénéficiait déjà d'un solide bilan éprouvé, notamment une

gestion financière saine, des politiques prudentes et des antécédents de soutien des pays membres. Aussi le FLAR a-t-il pu obtenir une note Aa2/AA- (Moody's/S&P), la plus élevée en Amérique latine. Ce sera plus difficile pour le MASF qui n'a pas d'historique.

Une liste complète des facteurs supplémentaires et qualitatifs qui influenceront la notation financière du MASF figure à l'annexe 4.

7.2.3 Soutien du capital callable

Le capital callable est également une option pour améliorer la note des actionnaires.

La note élevée des actionnaires est déterminée non seulement à travers la notation moyenne des actionnaires, mais également par la volonté de ces derniers de soutenir l'institution, démontrée, par exemple, par des engagements en matière de capital callable. Sans capital callable, la note Aa/AA risque de ne pas être atteinte, même si 20 % des membres sont notés Aa/AA. En termes de soutien supplémentaire fourni par le capital callable, les agences de notation ne prennent généralement en considération que le capital callable des pays membres dont la note est équivalente ou supérieure à la note intrinsèque de l'institution. En utilisant A2/A comme note intrinsèque du MASF, le Botswana (avec sa note A3/A -) serait le seul pays africain proche de cette note. Par conséquent, le MASF devra attirer des membres non africains qui affichent une note d'au moins A2/A pour que le capital callable soit facilement reconnu par les agences de notation aux fins d'évaluation.

7.2.4 Capital requis

Le tableau 15 présente une synthèse des contributions au capital requises le premier jour des opérations et au total, pour chaque option envisagée.

Tableau 14 : Composition des capitaux propres

Milliards d'USD	60 % de membres africains + 40 % de membres non-africains		80 % de membres africains + 20 % de membres non-africains		100 % de membres africains	Contributions uniquement – pas de financement de marché
	Africains	1,8	Africains	2,4		
Jour 1 Exigences en matière de capital libéré (Coûts de lancement + décaissements de la première année)	Non africains	1,2	Non africains	0,6	4,0	5,5
	Total	3	Total	3		
	Total des exigences en matière de capital libéré (Paiement progressif jusqu'à la dixième année)					
Africains	9,6	Africains	12,8			
Non africains	6,4	Non africains	3,2			
	Total	16	Total	16		
	<i>Option 1 : Avec capital callable :</i>		<i>Option 2 : Sans capital callable :</i>			
Potentiel capital callable :	A	29	A	38	0	0
	Non africains	19	Non africains	10		
	Total	48	Total	48		
Note cible de l'entité	Aa2/AA	A2/A	Aa3/AA-	A2/A	A2/A	Aucune notation de crédit requise

Dans l'option 80 % de membres africains + 20 % de membres non africains, le total du capital versé s'élève à 16 milliards d'USD, dont 12,8 milliards d'USD attendus des gouvernements africains. Un capital callable supplémentaire sera nécessaire pour garantir un relèvement de la note en fonction du soutien des actionnaires. Dans ce scénario, la note de crédit réalisable est Aa3/AA -.

Dans l'option 100 % de membres africains, le total du capital libéré est de 18 milliards d'USD, uniquement payés par les gouvernements africains. Cela représente une augmentation de plus de 40 % par rapport à l'option d'adhésion de 80 % d'africains/20 % de non-africains en raison de la différence entre le coût du financement et le coût présumé du capital. Aucun capital callable supplémentaire ne sera requis, car il ne sera pas considéré comme un soutien des actionnaires, compte tenu de la note moyenne de ces derniers. Comme nous l'avons déjà souligné, dans ce scénario, A2/A sera la note maximale possible.

La structure de capital de financement du marché, constituée à 20 % de membres non africains, représente un équilibre optimal entre les besoins en capitaux des pays africains, tout en maintenant l'appropriation du mécanisme et de ses objectifs. Dans le cadre de cette structure de capital et d'adhésion, 3 milliards d'USD seront nécessaires au premier jour des opérations du MASF, et ce chiffre passera à 16 milliards d'USD sur une période de 10 ans.

Le financement par le marché avec une structure constituée à 100 % de membres africains, peut permettre au MASF de mobiliser des fonds sur les marchés internationaux de capitaux avec une note A2/A, mais les contributions en fonds propres enregistreront une hausse si celles des membres non africains sont autorisées. Si la structure d'adhésion du MASF est à 100 % africaine, la note intrinsèque de l'entité serait A2/A, qui découle uniquement de sa solidité financière, sans le soutien des actionnaires. Dans le cadre de cette structure de capital et d'adhésion, 4 milliards d'USD seront nécessaires au premier jour des opérations du MASF (contre 3 milliards d'USD en plus avec 20 % de membres non-africains), et ce chiffre passera à 18 milliards d'USD sur une période de 10 ans.

Du point de vue des exigences de capital, la baisse d'une note, de Aa/AA à A2/A, n'a pas d'incidence significative sur le total des besoins en capital, mais elle augmentera les contributions de chaque pays. Par exemple, pour atteindre une capacité de prêt maximale, il faut un montant de 16 milliards d'USD, assortie d'une note Aa/AA, contre 18 milliards d'USD avec une note A2/A. Seuls les membres africains sont concernés par la note A2/A, ce qui se traduit par des contributions plus élevées de chaque pays.

La structure du capital non liée au marché (contributions uniquement) implique une contribution moyenne en fonds propres plus élevée de chaque pays africain par rapport à la structure de financement par le marché. Dans le cadre de la structure du capital constitué uniquement de contributions (indépendamment du fait que les membres soient à 100 % africains ou non africains), les membres du MASF devront contribuer la totalité des 5 milliards d'USD au premier jour de fonctionnement du MASF, contre 3 milliards d'USD au titre du financement par le marché, et progressivement 30 milliards d'USD en 10 ans, lorsque les emprunteurs commenceront à rembourser le principal, contre 16 milliards d'USD sous forme de financement de marché avec 20 % de membres non africains, et 18 milliards d'USD avec 100 % de membres africains.

Comme alternative au capital libéré, l'émission d'un instrument hybride peut être envisagée. En d'autres termes, une partie du capital versé peut être couverte par l'émission d'un instrument hybride structuré pour intégrer les caractéristiques des fonds propres, garantissant que les agences de notation de crédit traiteront cette partie comme des fonds propres.

7.2.5. Contributions des actionnaires

Le montant précis que chaque membre contribuera dépend de plusieurs facteurs, notamment le nombre d'adhérents au MASF, la structure d'adhésion (que des membres non africains soient admis ou non), la structure de capital (financement de marché ou contributions uniquement), et la règle de l'actionariat adoptée. Nous illustrons quelques options dans le tableau 15 ci-après.

Règle de participation au MASF

Pour déterminer la contribution de chaque pays (à 3 milliards d'USD au premier jour dans le cadre du financement de marché et d'adhésion de 80 % d'africains/20 % de non-africains), une règle équitable doit être appliquée pour répartir les contributions selon un critère acceptable. Plusieurs paramètres clés peuvent être incorporés dans la règle d'actionariat, notamment le PIB, le PIB par habitant, la dette extérieure, les réserves en monnaies fortes, en tant que mesures de la production économique d'un pays, du risque de surendettement et de sa capacité à rembourser la dette extérieure. Dans le cadre du présent rapport, nous utilisons le PIB par habitant comme règle d'actionariat du MASF, puisqu'il s'agit également de la règle adoptée pour le Mécanisme européen de stabilité. Les pays les plus riches doivent contribuer davantage au titre de la responsabilité sociale envers le continent – également en raison de leur plus grande capacité à payer les contributions. D'autres règles pourraient également être étudiées ultérieurement, après la création formelle du MASF.

Sur la base de la règle de l'actionariat du MASF relative au PIB par habitant, nous simulons quatre scénarios comme indiqué dans le tableau 15 ci-dessous, donnant une gamme de contributions moyennes en fonds propres des pays africains pour capitaliser le MASF. Cela suppose que tous les États membres de l'UA rejoindront le MASF et y contribueront; la contribution individuelle devrait augmenter pour un nombre plus restreint de membres.

Tableau 15 : Contributions des pays africains au MASF

	Structure du capital de financement par le marché			Contributions uniquement
	60 % d'africains/40 % de non-africains	80 % d'africains/20 % de non-africains	100 % de membres africains	100 % de membres africains
Contributions au démarrage du MASF (en milliards d'USD) au premier jour	3	3	4	5,5
Contribution moyenne par membre (en millions d'USD) au premier jour des opérations	35	47	69	102
Contribution annuelle moyenne par membre, années 2 à 10 (en millions d'USD)	16	21	29	48
Contribution moyenne totale par membre en 10 ans (en millions d'USD)	179	236	330	534

Dans le cadre de l'option 80 % de membres africains/20 % de membres non africains et du financement de marché, un membre contribuera en moyenne à hauteur de 236 millions d'USD sur une période de 10 ans. Dans le modèle actuel, les prêts du MASF ont une échéance de 10 ans. Par conséquent, les membres ne seront pas tenus de verser d'autres contributions après la dixième année d'activité du MASF au cours de laquelle l'entité sera totalement capitalisée. La contribution initiale en fonds propres par membre pour le lancement des opérations du MASF au premier jour sera une moyenne ponctuelle de 47 millions d'USD, payable seulement au cours de la première année. Chaque membre versera en moyenne 21 millions d'USD par an, de la deuxième à la dixième année. Selon la règle de l'actionariat du MASF, le pays dont la contribution totale est la plus élevée versera 1,29 milliard d'USD sur les 10 ans, contre 5 millions d'USD pour le pays dont la contribution est la plus faible. Les pays peuvent décider de verser toutes leurs contributions par anticipation ou annuellement.

Dans le cadre de la structure d'adhésion 100 % africaine et du financement de marché, la contribution des membres en fonds propres s'élèvera en moyenne à 330 millions d'USD sur 10 ans, contre 236 millions d'USD au titre de l'option 80/20. La contribution initiale en fonds propres pour démarrer les opérations du MASF au premier jour sera une moyenne ponctuelle de 69 millions d'USD par membre et 29 millions d'USD par an de la deuxième à la dixième année.

Les contributions des membres augmentent considérablement avec l'option de structure du capital constituée exclusivement de contributions. La contribution moyenne totale par membre, sans financement de marché, sera donc plus élevée, à 534 millions d'USD (contre 330 millions d'USD avec 100 % de membres africains au titre du financement par le marché). Les membres contribueront aux opérations de lancement du MASF à hauteur de 102 millions d'USD au premier jour, contre 47 millions d'USD en financement de marché, et 48 millions d'USD annuellement de la deuxième à la dixième année, contre 29 millions d'USD.

Sur la base de l'analyse technique, le MASF doit être créé en tant qu'agence spécialisée de l'UA, dotée d'une structure de capital de en tant qu'investissement de marché et composée à 80 % de membres africains/20 % de membres non-africains ou à 100 % de membres africains. Le rapport propose deux scénarios optimistes : i) une structure d'adhésion avec au moins 20 % de membres non africains et une structure de capital de financement de marché affichant une note potentielle Aa/AA et un capital total cible de 16 milliards d'USD ; ou ii) une adhésion 100 % africaine et une structure de capital de financement de marché affichant une note potentielle A2/A et un capital total cible de 18 milliards d'USD. La structure juridique recommandée en tant qu'agence spécialisée de l'UA donnera au MASF la flexibilité et l'indépendance nécessaires pour ses opérations financières et sa gouvernance.

Suite à la Déclaration ministérielle faite par le Comité technique spécialisé (CTS) de l'Union africaine (UA) sur les finances, les affaires monétaires, la planification économique et l'intégration lors de sa 5^e réunion extraordinaire tenue à Abuja les 28 et 29 novembre 2024, il a été recommandé au MASF d'adopter une double structure de capital, combinant le

financement des marchés et les contributions des membres uniquement. Cette approche permettra au MASF de mobiliser des ressources auprès des marchés de capitaux internationaux, tout en assurant une base de financement stable grâce aux contributions des membres.

De plus, le CTS-UA a recommandé au MASF d'admettre au moins 20 % de membres non africains aux fins de renforcer sa solidité financière et d'atteindre une notation de crédit cible de Aa/AA, à condition que les États membres africains conservent une participation majoritaire. L'adhésion au MASF sera volontaire, ce qui favorisera l'inclusivité tout en préservant l'appropriation et le leadership africains.

Le CTS-UA a recommandé également que le MASF soit établi en tant qu'organisation fondée sur un traité et dotée de structures juridiques, financières et de gouvernance indépendantes. Ce cadre fournira au mécanisme la flexibilité, l'autonomie et la légitimité nécessaires pour remplir efficacement son mandat.

8. Conclusions et considérations relatives à la mise en œuvre du MASF

Depuis 2010, la dette publique de l'Afrique a quasiment doublé ; elle est davantage non concessionnelle et à court terme. Par conséquent, les obligations de remboursement arrivent à échéance plus rapidement qu'auparavant, ce qui accroît les besoins de refinancement de la dette. Les besoins de liquidités de l'Afrique pour le remboursement ou le refinancement de la dette à court terme sont estimés à 10 milliards d'USD par an pour la prochaine décennie. Certes, les besoins de refinancement de la dette sont élevés, mais l'accès des pays africains aux liquidités est onéreux et limité. Ces pays éprouvent des difficultés à accéder aux marchés et paient une prime d'accès à la liquidité plus élevée que leurs homologues à cause de plusieurs facteurs nationaux et externes.

Malgré le coût élevé de l'accès aux liquidités, l'architecture financière internationale est mal outillée pour alléger suffisamment et en temps opportun les problèmes de refinancement de la dette africaine. L'Afrique est la seule région dépourvue d'un mécanisme régional de stabilité financière pour assurer le refinancement de la dette. En outre, aucune des grandes institutions financières internationales travaillant en Afrique n'a de mandat de refinancement direct de la dette. Aussi les marchés des euro-obligations offrent-ils la seule voie de refinancement à grande échelle de la dette dans les pays africains. Le marché des euro-obligations présente des insuffisances, notamment son coût élevé du capital et ses échéances à court terme.

Compte tenu des besoins urgents des pays africains et du déficit institutionnel, la Conférence des chefs d'État et de gouvernement de l'Union africaine (UA) a demandé, par la décision Assembly/AU/Déc.. 817 (XXXV) de février 2022, la création d'un Mécanisme africain de stabilité financière (MASF) aux fins de fournir un soutien en matière de liquidités aux pays africains confrontés à des difficultés de refinancement de la dette. La Conférence a demandé à la Commission de l'Union africaine (CUA) et au Groupe de la Banque africaine de développement (BAD) de « travailler avec toutes les parties prenantes concernées pour accélérer l'opérationnalisation du mécanisme et sa montée en puissance ».

Depuis lors, la CUA et la BAD travaillent ensemble en consultation avec les parties prenantes pour préparer une proposition technique à l'intention des États membres, aux fins de la création et de l'opérationnalisation du MASF. Après deux années de recherche et de consultations avec les principales parties prenantes, dont les États membres, la Commission de l'Union africaine et le Groupe de la Banque africaine de développement, ont présenté le rapport technique aux 7^e Comités techniques spécialisés (CTS) de l'UA sur les finances, les affaires monétaires, la planification et l'intégration économiques, organisés du 3 au 7 juillet 2024 à Tunis, en Tunisie. Cette action fait suite à une présentation antérieure sur l'initiative faite au CTS lors de ses 6^e réunions tenues à Nairobi au Kenya en juillet 2023.

Les principales recommandations de la proposition technique se présentent comme suit, sur la base d'un examen attentif des besoins, des précédents et des options relatifs à un MASF, ainsi que des commentaires faits sur la Déclaration ministérielle du Comité technique spécialisé (CTS) de l'Union africaine (UA) sur les finances, les affaires monétaires, la planification et l'intégration économiques lors de sa 5^e réunion extraordinaire tenue à Abuja les 28 et 29 novembre 2024

- **Il a été recommandé au MASF d'adopter une double structure de capital, combinant le financement des marchés et les contributions des membres uniquement.** Cette approche permettra au mécanisme de mobiliser des ressources auprès des marchés de capitaux internationaux, tout en assurant une base de financement stable grâce aux contributions des membres.
- **Le MASF doit admettre au moins 20 % de membres non africains aux fins de renforcer sa solidité financière et d'atteindre une notation de crédit cible de Aa/AA, à condition que les États membres africains conservent une participation majoritaire.** L'adhésion au MASF sera volontaire, ce qui favorisera l'inclusivité tout en préservant l'appropriation et le leadership africains.
- L'institution ayant pour mandat de prêter directement aux États au titre de l'aide budgétaire, il est crucial qu'elle bénéficie du statut de créancier privilégié. Il est important que l'entité se finance de façon attractive sur le marché international et que les actionnaires soient satisfaits de leur participation au capital. Cela ne sera possible que si l'entité est créée en tant qu'institution fondée sur un traité et bénéficiant des mêmes privilèges que les autres institutions financières internationales (IFI) comme énoncé dans la politique de non-tolérance (PNT) du Fonds monétaire international. Une institution régie par un traité devra suivre également les antécédents d'autres MFR sur d'autres continents. La création du MASF en tant qu'entité à vocation spéciale risque d'affaiblir sa réputation internationale et de réduire la portée éventuelle de son mandat. **Le MASF doit être créé en tant qu'organisme fondé sur un traité et doté de structures indépendantes en matière juridique, financière et de gouvernance.** Ce cadre juridique donnera au mécanisme la flexibilité, l'autonomie et la légitimité dont il a besoin pour s'acquitter efficacement de son mandat.

Annexes

Annexe 1: Guide de l'utilisateur du modèle financier

Le MASF a été conçu pour atténuer les contraintes de liquidité causées par les besoins annuels de 10 milliards d'USD pour faire face aux paiements d'échéance au cours de la prochaine décennie. Pour bien comprendre les exigences du MASF en matière d'emprunt, de prêt, de capital et de note de crédit, on a utilisé une série de modèles et de simulations de flux de trésorerie. Compte tenu de la circularité de ces paramètres, le MASF utilise un processus itératif en trois étapes décrit à la figure A1 ci-dessous :

Figure A1 : Étapes de la modélisation financière du MASF



Modélisation du portefeuille de prêts : Détermination des scénarios pour le portefeuille prévu de prêts de refinancement que le MASF devrait contracter et effectuer des achats sur le marché primaire et/ou secondaire.

1. La taille et le risque souverain de ces prêts déterminent principalement l'effet de levier que peut supporter le MASF pour obtenir une note de crédit particulière.
2. Pour créer une filière réaliste, le calendrier des échéances des euro-obligations a été cartographié pour tous les émetteurs africains. Les prêts sont considérés comme étant plus nécessaires pour les pays à haut risque ou en situation de surendettement qui font face à des remboursements supérieurs à la moyenne, ou prolongés (indiqués en rouge dans le tableau A1 ci-dessous).
3. Ce calendrier, ou les scénarios qui l'entourent, doivent être harmonisés avant de passer à d'autres étapes.

Le modèle MASF suppose que les prêts au titre du remboursement des euro-obligations seront émis en faveur des pays jusqu'à un montant maximum actuellement fixé à 5 milliards d'USD par an. Au-delà de ce montant, les prêts sont supposés être distribués aux pays en fonction de la fraction des euro-obligations remboursées par rapport au total de chaque année.

Tableau A1 : Remboursement des euro-obligations

Milliards d'USD	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040
Angola		0,86			1,75	1,75			1,75								
Bénin		0,02	0,019				0,21	0,21	0,21	0,18	0,18	0,18	0,25	0,25	0,25		
Cameroun	0,05	0,05					0,25	0,25	0,25								
Congo (République)	0,03	0,03	0,04	0,036	0,036	0,018											
Côte d'Ivoire	0,16	0,05	0,29	0,29	0,60	0,64	1,21	1,31	1,55	0,97			0,75	0,75	0,31	0,31	0,31
Égypte	2,57	3,06	3,17	3,51	3,06	1,75	2,79	2,85	2,75	1,13							0,50
Éthiopie	1																
Gabon	0,03	0,61					0,46	0,46	0,47								
Ghana		0,53	1,33	2	0,33	2,33	0,33		1,45		1	1					
Kenya	0,56	0,3	0,3	0,3	1	0,5	0,9	0,9	0,4	0,5	0,5						
Maroc	1,08		0,538	0,75	1,25		0,538	1 077	1	1,25							
Namibie		0,75	0,018														
Nigeria		2,78	1,51	1,50	2,23	1,25	1,25	1,00	1,50	1,50			0,67	2,39	1,25		
Rwanda								0,62									
Sénégal	0,16		0,36	0,36	0,36			0,37	0,37	0,37		0,28	0,28	0,28			
Seychelles	0,01	0,02	0,01	0,01	0,01												
Afrique du Sud		2	1,79	1	2	2	1,4		1,4								
Zambie		0,04		1,37					0,06								

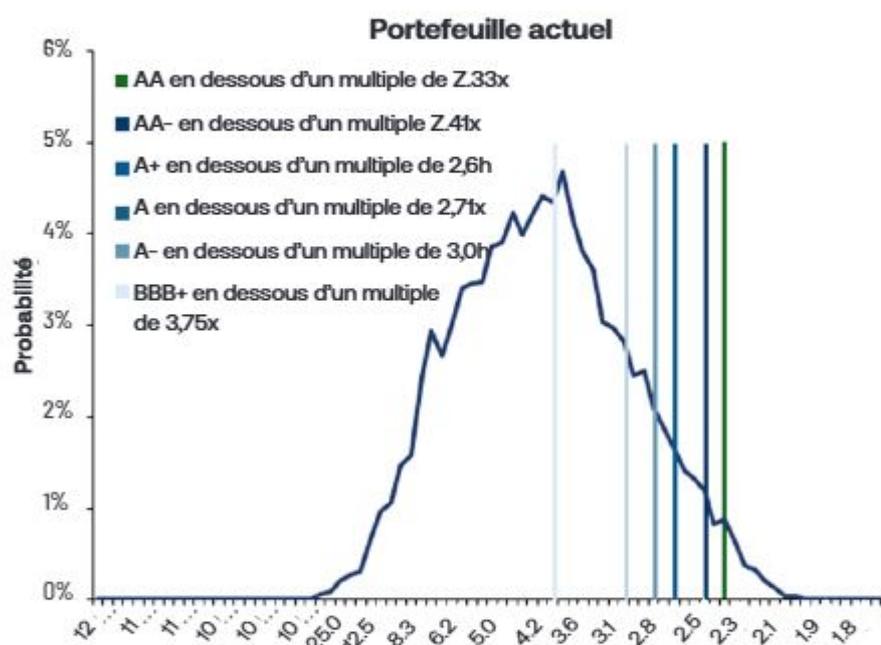
Les prêts sont émis à un taux de 50 pb supérieur au coût moyen du financement que suppose la notation. Ce montant a été calculé en évaluant le coût de financement des équivalents de notation.

Détermination de la structure du capital :

1. Simulation Monte Carlo des flux de trésorerie du portefeuille et des défauts en utilisant les probabilités standard par défaut pour simuler la valeur actuelle nette (VAN).
2. Hypothèse d'une notation de crédit cible, calcul d'engrenage à l'aide de la simulation Monte Carlo de la VAN et du risque de défaut associé.
3. Modélisation des flux de trésorerie de l'intérêt du MASF pour les émissions d'actions et d'obligations visant à soutenir le portefeuille de prêts.

Un ensemble de simulations Monte Carlo a été réalisé avec des notes cibles allant de Aa/AA à Baa1/BBB+.

Figure A2: Simulation Monte-Carlo



Contributions des pays, modèle financier et évaluation de la notation

- a. Nous avons construit les modèles financiers qui donnent lieu à l'état financier. Veuillez consulter la fiche États financiers.
- b. Sur cette base, nous avons calculé les principaux ratios utilisés par Moody's pour l'évaluation de la notation.
- c. En utilisant la méthodologie de Moody's, nous avons construit deux scénarios pour la notation de Moody's en variant le pourcentage des prêts non productifs de 3 à 6 %, avec une **cote initiale potentielle pour le MASF comprise entre Aa3/AA- et A1/A+**. Ci-après la fiche de notation selon la méthodologie de Moody's.

Cette fiche de pointage se fonde sur plusieurs hypothèses :

1. **Les principaux ratios** : – 1) ratio d'endettement (actifs/capitaux propres utilisables), et 2) soutien contractuel (capital résiduel/dette totale) – sont basés sur le bilan prévisionnel, qui peut être ajusté en fonction de différentes hypothèses, telles que l'encours du crédit, le coût du capital, le taux d'emprunt et la structure du capital.
2. **Qualité du crédit des actifs de développement (QCAD)** : La QCAD est supposée se situer entre Ba1/BB+ et Ba3/BB -, principalement en fonction de la cote moyenne des pays auxquels le MASF prêtera ses fonds.
3. **Actifs non productifs** : Les actifs non productifs (principalement constitués de prêts non productifs) sont supposés représenter 3 à 6 %.
4. **Notation moyenne pondérée des parties prenantes** : On suppose qu'elle se situe autour de Ba2/BB (cote similaire à celle de la BAD évaluée par Moody's).
5. **Ajustement de la tendance** : Nous avons supposé qu'il n'y avait pas d'ajustement de la tendance, en supposant une perspective/tendance stable pour chaque composante.

La cote de crédit du MASF est comparée à celle du MES et de la BAD. Une variable clé de la notation est la composition de l'actionnariat. L'onglet Composition de l'actionnariat contient une évaluation de l'impact sur les notes avec 70-100 % de membres africains. La simulation montre qu'au-delà de 20 % des membres non africains, la cote intrinsèque peut être relevée grâce au soutien des parties prenantes, ce qui se traduit par une meilleure notation de A/A à Aa/AA.

Annexe 2 : Exemple d'état financier du MASF

Engagement minimum à Jour 1

Tableau A2 : Financement et structure du capital du MASF (en millions d'USD)

Millions d'USD	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4	Année 5
Capitaux propres					
Total du capital souscrit	64 610	64 610	64 610	64 610	64 610
Capital libéré au cours de l'année en cours	3 174	2 512	2 464	1 755	1 252
Total du capital libéré	3 174	5 685	8 149	9 904	11 156
Capital souscrit non versé	(12 979)	(10 468)	(8 004)	(6 249)	(4 997)
Capital callable	(48 458)	(48 458)	(48 458)	(48 458)	(48 458)
Réserve/bénéfices non distribués	(145)	(184)	(126)	33	276
Capitaux propres nets	3 028	5 501	8 023	9 937	11 431
Passif					
Financement provenant d'un établissement de crédit	330	384	452	477	492
Émission d'obligations	3 689	6 920	10 201	12 718	14 687
Autres passifs	11	19	25	32	37
Passif total	4 030	7 322	10 678	13 226	15 215
Actifs					
Décaissement du prêt (nouveau prêt/année)	4 098	4 045	4 550	4 207	4 065
Encours du prêt	4 098	7 787	11 018	14 299	16 816
Total actifs	7 057	12 823	18 700	23 163	26 649

Les coûts d'installation fixes initiaux entraîneront la baisse des revenus au cours des trois premières années

Bénéfice positif réalisé à partir de la quatrième année

Annexe 3: Facteurs qualitatifs requis pour la note de crédit du MASF

1. Accès éprouvé au financement :

Le MASF doit démontrer qu'il a un accès solide aux marchés de capitaux en montrant qu'il peut obtenir le financement auprès d'une gamme variée de grands prêteurs et qu'il a fait ses preuves en matière d'émission. Il s'agit notamment de la capacité de lever des fonds sur les marchés internationaux et dans les principales monnaies internationales, et de maintenir une base d'investisseurs diversifiée.

Étant donné que le MASF émettra immédiatement des obligations et que, pour la première opération de notation, il pourrait ne pas avoir une preuve adéquate d'accès au marché des capitaux, le MASF peut le démontrer en obtenant divers engagements financiers auprès des établissements de crédit comme sources à court terme. En outre, le MASF peut démontrer qu'il dispose d'une solide réserve et d'une gouvernance/ documentation prêtes pour l'émission d'obligations.

2. Une gestion de bonne qualité, y compris la gestion des risques et la gouvernance:

La qualité de la gestion, notamment des risques et de la gouvernance, est un facteur crucial pour les agences de notation, car les lacunes dans ces domaines peuvent accroître le risque d'actifs ou de liquidité.

L'évaluation qualitative dans ces domaines repose sur plusieurs facteurs, notamment :

- La volonté et la capacité du conseil d'administration et de la haute direction à identifier et gérer les risques majeurs, ainsi que la présence d'un agent indépendant de gestion des risques.
- La disponibilité et la solidité des données, ainsi que la fréquence de communication, car elles peuvent étayer les décisions en matière de gestion des risques.

Une note de gestion de qualité supérieure qui aboutirait généralement à un niveau alphanumérique de +1 comprend :

- Une très forte volonté et capacité d'adopter les bonnes pratiques.
- Le conseil d'administration et les cadres supérieurs sont très conscients des principaux risques courus par l'institution. Ils fixent ensemble les directives relatives à la prise de risque, les examinent au moins une fois par an, et se réunissent pour discuter de toutes les questions importantes liées aux risques au moins une fois par trimestre.
- Les politiques exigeant que les cadres supérieurs examinent officiellement les problèmes importants liés au risque au moins une fois par mois et encouragent le débat permanent sur les risques.

- Un chargé en chef des risques qui rend compte au conseil d'administration de manière indépendante. La fonction « Risque » est totalement indépendante de la gestion des secteurs d'activité. Elle fixe les limites de crédit et participe aux décisions relatives aux placements et aux prolongations de crédit, supervise et contrôle le respect des normes.
- Les politiques, la structure organisationnelle et les mesures prises par la direction montrent que la gestion des risques est un élément clé des processus décisionnels de l'institution.
- Des systèmes et pratiques d'information de qualité supérieure et solides.
- Les risques sont estimés individuellement et à l'aide d'une ou de plusieurs mesures de risque agrégées.
- Des évaluations trimestrielles du portefeuille de crédit, ainsi que des évaluations périodiques thématiques du client ou du secteur.
- Une analyse régulière et rigoureuse de tous les risques importants de l'institution.

Il est donc important pour le MASF d'intégrer ces éléments dans le document de gouvernance qu'il élabore.

3. Soutien accru des parties prenantes: Pour obtenir une meilleure note attestant de la ferme volonté et de la capacité des parties prenantes à apporter un soutien, le MASF peut mettre l'accent sur les stratégies suivantes :

- **Volonté des actionnaires :** Mettre en place des mécanismes de capital callable robustes : Le MASF devrait faire preuve de volonté en ayant un bilan d'appui des parties prenantes et en établissant un mécanisme bien défini d'appel de capitaux pour s'assurer que les capitaux sont accessibles au besoin. Par exemple, la mise en œuvre de clauses juridiques solidaires pour le capital callable se distingue comme le mécanisme d'application le plus solide, garantissant le paiement en temps opportun du capital callable, le cas échéant.
- **Capacité des actionnaires : Mettre l'accent sur la notation moyenne des actionnaires :** Bien que la cote cible minimale pour les parties prenantes soit Ba/BB, des cotes plus élevées sont préférables. Selon la méthodologie de Moody's, pour les BDM/entités supranationales nouvellement créées et ayant peu d'antécédents, le coût du soutien peut avoir plus de poids que celui indiqué dans la fiche de pointage type. Par conséquent, le renforcement du soutien des parties prenantes, démontré par une note moyenne élevée des parties prenantes, améliorera la notation dans le volet de soutien des parties prenantes et améliorera la cote globale

Annexe 4 : Conséquences de la notation sur le financement et les coûts d'exploitation

Pour évaluer les répercussions des membres non régionaux du MASF, il est important d'illustrer l'incidence sur le coût du financement. Le tableau A3 ci-dessous montre la sensibilité du rendement à la cote. Les données présentées dans le tableau sont des estimations, basées sur un ensemble de données couvrant les émissions en circulation avec une échéance comprise entre quatre et six ans à partir d'aujourd'hui, dans les fourchettes de notation respectives. Il souligne qu'en moyenne, un (1) cran représente 17 pdb de gain (perte) sur les écarts. Sur un programme de financement annuel estimé à 10 milliards d'USD, il se traduirait donc par un impact immédiat de 17 millions d'USD en coût du service de la dette. Le coût de financement estimé de l'entité a également une incidence sur son coût d'exploitation et sa base de capital.

Tableau A3 : Différentiel du coût de financement illustratif et sensibilité à la cote de crédit³⁷

Cote de crédit (S&P)	Monnaie	Échéance	Coût moyen actuel du financement (% du rendement)	Écart à AAA (pdb)
AAA	USD	5 ans	4,76 %	0
AA+	USD	5 ans	4,90 %	+14 pdb
AA	USD	5 ans	4,96 %	+20 pdb
AA-	USD	5 ans	5,00 %	+24 pdb
A+	USD	5 ans	5,02 %	+26 pdb
A	USD	5 ans	5,15 %	+39 pdb
A-	USD	5 ans	5,17 %	+41 pdb
BBB+	USD	5 ans	5,20 %	+44 pdb
BBB	USD	5 ans	5,25 %	+49 pdb
BBB-	USD	5 ans	5,60 %	+84 pdb
BB+	USD	5 ans	5,75 %	+99 pdb
BB	USD	5 ans	6,20 %	+144 pdb
BB-	USD	5 ans	6,80 %	+204 pdb

³⁷ Calculs de Bloomberg et de l'auteur, basés sur le rendement moyen à mi-échéance des nouvelles obligations émises au cours des deux dernières années pour un montant nominal supérieur à 300 millions d'USD. Échantillon de 144 obligations

Annexe 5 : Exemples de réussite du MES

Encadré A1 : Premier exemple de réussite du MES : Assistance macrofinancière à la Grèce

La Grèce a dû faire face à une détérioration de sa compétitivité et de ses finances publiques, tout en utilisant des financements bon marché pour financer un déficit qui a atteint des niveaux insoutenables. Parallèlement, les salaires augmentant beaucoup plus vite que la productivité, la faible productivité et les problèmes structurels importants qui existent actuellement ont également contribué à l'aggravation des difficultés économiques. En conséquence, l'économie grecque s'est contractée et le chômage a atteint des niveaux alarmants. La dépendance de la Grèce à l'égard du financement extérieur pour financer son budget et ses déficits commerciaux a rendu son économie très vulnérable. Les rendements des obligations souveraines grecques ont commencé à grimper à des niveaux insoutenables. La situation s'est tellement dégradée que le pays s'est retrouvé dans l'incapacité de refinancer ses emprunts et a été contraint de demander l'aide de ses partenaires européens et du FMI.

Un premier programme, puis un deuxième ont été initialement convenus sous la forme de prêts bilatéraux des pays de la zone euro (le mécanisme grec de prêt ou GLF) et d'un programme d'assistance macrofinancière du FESF. Les prêts ont été liés à des réformes de grande envergure. Mais au premier semestre 2015, le pays a annulé certaines réformes importantes et est retombé dans la récession. À cause de l'incertitude politique et des craintes d'une sortie de la Grèce de la zone euro, les détenteurs de dépôts ont retiré des fonds importants des banques grecques en 2015, et les banques ont enregistré beaucoup plus de retards de paiement alors que les emprunteurs attendaient de voir si le gouvernement introduirait des mesures d'allègement de la dette. Le MES a lancé le troisième programme en août 2015, permettant à la Grèce de rester dans la zone euro en échange de la mise en œuvre d'une série de réformes indispensables. Le MES a décaissé 61,9 milliards d'euros, dont 5,4 milliards d'euros pour la recapitalisation de la Banque du Pirée et de NBG. Outre la recapitalisation des banques, les prêts du MES ont été utilisés pour un appui budgétaire dans différents secteurs (voir figure A3).

Figure A3 : Utilisation des prêts du MES (en milliards d'euros)³⁸

Après trois ans, le 20 août 2018, la Grèce a achevé avec succès le programme MES et ne dépend plus des prêts de sauvetage extérieurs permanents.

Le FESF et le MES ont fourni ensemble plus de 70 % de l'aide totale à la Grèce, tandis que le FMI a fourni 11 % du programme total (tableau A3).

Tableau A4 : Programmes d'assistance financière à la Grèce (en milliards d'euros)³⁹

Programme	Institution	Montant décaissé	
Premier programme	GLF (Zone euro)	52,9	73
	FMI	20,1	
Deuxième programme	FESF	141,8	153,8
	FMI	12	
Troisième programme	MES	61,9	61,9
Total de la zone euro, du FESF et du MES			256,6
Total du FMI			32,1
Total des prêts décaissés			288,7

³⁸ Mécanisme européen de stabilité, Étude de cas de la Grèce

³⁹ Mécanisme européen de stabilité, Étude de cas de la Grèce

Encadré A2 : Deuxième exemple de réussite du MES : Recapitalisation bancaire en Espagne

L'Espagne a dû faire face à des déséquilibres économiques causés par la croissance disproportionnée du secteur immobilier, ainsi que par l'expansion du crédit pour le financer. Un processus de restructuration a été lancé en 2010. Toutefois, l'augmentation des coûts de financement pour l'Espagne et les banques espagnoles a suscité des inquiétudes généralisées selon lesquelles les ressources privées et publiques seraient insuffisantes pour soutenir le système bancaire avec des capitaux. C'est dans ce contexte que l'Espagne a demandé une aide financière au MES.

Le MES a fourni à l'Espagne une assistance financière de 41,33 milliards d'euros en deux tranches pour la recapitalisation du secteur bancaire.

Il est à noter que le FMI n'a pas apporté de contribution financière, car il ne dispose pas d'un outil d'assistance financière lié à la recapitalisation des banques. Le FMI n'a participé qu'à des activités de conseil et de suivi.

L'assistance du MES a été déterminante pour assainir les bilans des banques en difficulté, améliorer leur assise financière et surmonter les craintes des marchés quant à la profondeur des problèmes du secteur financier espagnol.

Encadré A3 : Troisième exemple de réussite du MES : Assistance macrofinancière à Chypre

À la fin des années 2010, Chypre a enregistré une croissance rapide du secteur financier et un accroissement des prêts bancaires, ainsi que d'importants déséquilibres macroéconomiques tels que des déficits courants et une compétitivité commerciale réduite, avec pour conséquences, une baisse des exportations. Le secteur bancaire a été confronté à des défis croissants et écarté du financement sur les marchés internationaux, ce qui a entraîné d'importants déficits de capital pour les grandes banques chypriotes. La crise mondiale et celle de la zone euro ont aggravé les vulnérabilités, exacerbées par des faiblesses structurelles, notamment liées à la Grèce. Confronté à un déficit budgétaire excessif limitant le soutien aux banques en faillite, Chypre a demandé une assistance financière au FESF/MES et au FMI en juin 2012.

L'aide financière à Chypre était conditionnée à la mise en œuvre d'un programme d'ajustement économique, axé sur le rétablissement de la stabilité du secteur bancaire par une restructuration, un assainissement budgétaire pour remédier au déficit public et des réformes structurelles visant à renforcer la compétitivité et la croissance. Une mise en œuvre réussie a permis de rétablir la croissance économique, d'accéder aux marchés internationaux, de réduire le déficit public, de réduire les effectifs du secteur financier et d'améliorer la stabilité bancaire grâce à des contrôles des capitaux et à des réductions des prêts non productifs induites par les réformes.

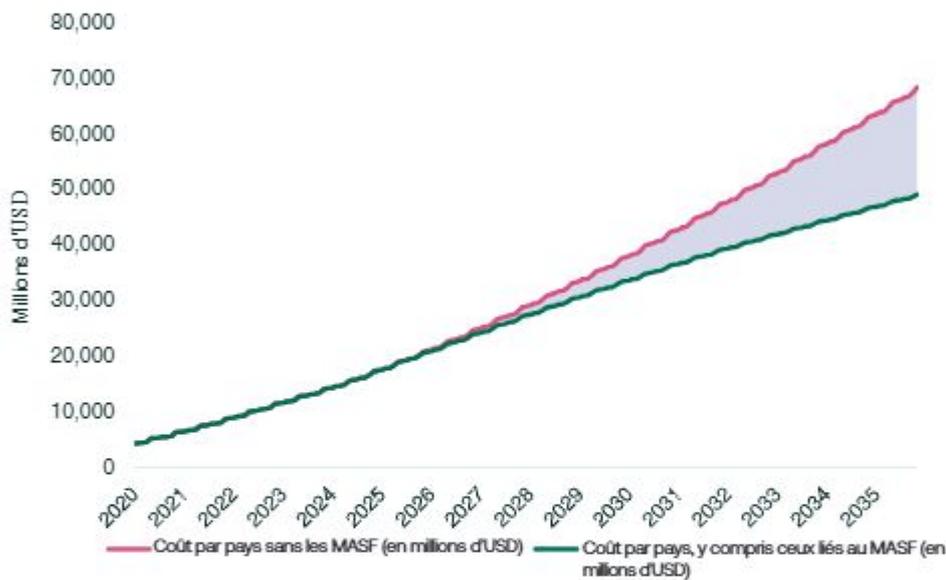
Après l'achèvement du programme de Chypre en 2016, la surveillance post-programme par la Commission européenne et la Banque centrale européenne a évalué la situation économique, budgétaire et financière. Le MES a participé à l'évaluation de la capacité de remboursement des prêts. La résilience économique de Chypre était évidente, avec le remboursement intégral du prêt du FMI en février 2020, ce qui indique l'efficacité des réformes antérieures dans le contexte des défis liés à la COVID-19.

Annexe 6: Analyse coûts-bénéfices du MASF

Aperçu de l'analyse coûts-bénéfices:

Le MASF devrait permettre aux Etats africains d'économiser 20 milliards d'USD au titre du service de la dette à l'horizon 2035. Comparativement, 16 milliards d'USD de capital versé total sont nécessaires, dont 12,8 milliards d'USD proviennent d'Etats africains au titre de notre scénario de base. Le MASF devrait permettre aux Etats africains de générer 7,2 milliards d'USD d'économies nettes.

Figure 24: Economies cumulées générées par le MASF



Aperçu de la méthodologie:

Le simulateur d'épargne du FASM est un outil de modélisation financière qui aide les pays à estimer les économies potentielles qui pourraient être réalisées grâce au refinancement de la dette souveraine par le biais d'une facilité comme le Mécanisme africain de stabilité financière (MASF). Ce modèle combine des processus stochastiques et des techniques de modélisation des obligations à revenu fixe pour simuler les coûts de refinancement du portefeuille d'euro-obligations d'un pays. En modélisant les taux d'intérêt en tant que processus de retour à la moyenne, il capture la nature cyclique et réversible des marchés financiers, devenant ainsi un outil précieux pour les gestionnaires de la dette et les décideurs politiques.

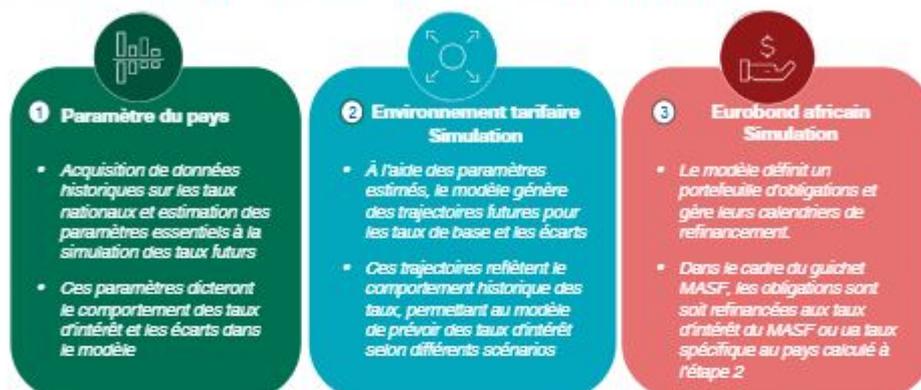
L'analyse coûts-avantages a été calculée selon une méthodologie en 3 étapes, comme le montre la Figure 25:

- **Simulation de taux d'intérêt:** Le modèle Vasicek est utilisé, par le biais d'un processus Ornstein-Uhlenbeck (OU), d'un modèle stochastique de retour à la

moyenne, pour capturer la tendance naturelle des taux d'intérêt à revenir à une moyenne à long terme.

- **Gestion du portefeuille des obligations à taux fixes:** Le modèle reflète fidèlement les caractéristiques de la dette souveraine à taux fixe, et permet un refinancement dynamique à l'échéance.
- **Refinancement avec l'appui du MASF:** Le modèle calcule l'impact financier du refinancement des obligations au taux du MASF, réalisant potentiellement des économies importantes grâce à la réduction des frais d'intérêt.

Figure 25: Aperçu de la méthodologie de l'analyse des coûts-bénéfices



1. Acquisition de données et estimation des paramètres

Objectif: La première étape consiste à acquérir des données historiques sur les taux d'intérêt et estimer les paramètres essentiels à la simulation des taux futurs. Ces paramètres dicteront le comportement des taux d'intérêt et des écarts dans le modèle, permettant ainsi à celui-ci de reproduire de manière réaliste des modèles historiques.

a. Récupération de données historiques

Le modèle commence par se connecter au service de données financières de Bloomberg, pour obtenir des taux d'intérêt historiques et des données sur le rendement. Cette étape est effectuée par la **BloombergDataFetcher Class**, qui exploite l'API Bloomberg pour extraire l'historique des taux de clôture relatifs aux variables clés :

- **Taux de base:** Le modèle associe l'obligation du gouvernement américain à 10 ans à l'euro-obligation africaine, avec une date d'émission similaire comme indication du taux de base, représentant les perspectives du marché en matière de taux sans risque sur un horizon de dix ans.
- **Rendements nationaux :** le modèle collecte également les rendements des obligations d'État à long terme (par exemple, les rendements des obligations d'État africaines à 10 ans) pour le pays concerné. Ce rendement comprend un écart de crédit par rapport au taux de base, reflétant le risque perçu du pays par rapport à un taux sans risque.

Ces points de données sont alignés par date pour créer une série chronologique cohérente de taux historiques. **L'alignement des données** est essentiel, car il garantit que le taux de base et le rendement du pays sont comparables aux mêmes dates. Une fois aligné, le

modèle calcule l'écart en tant que différence entre le rendement du pays et le taux de base, mettant ainsi en évidence la prime de risque supplémentaire du pays.

b. Estimation des paramètres

Après l'obtention de données historiques, le modèle utilise une **RateEstimator Class** pour évaluer les paramètres au titre des processus de retour à la moyenne. Le processus utilisé pour estimer ces paramètres est le modèle Vasicek, utilisé pour un retour à la moyenne des taux en matière financière. Le modèle Vasicek suppose que les taux d'intérêt fluctuent autour d'un niveau moyen à long terme, revenant graduellement à cette moyenne au fil du temps.

Les paramètres clés estimés sont les suivants:

- **Vitesse du retour à la moyenne (λ)** : Ce paramètre détermine la vitesse à laquelle le taux d'intérêt ou l'écart revient à sa moyenne de long terme. Un λ plus élevé implique que le taux reviendra plus rapidement, tandis qu'un λ plus faible suggère un retour plus lent.
- **Moyenne à long terme (θ)**: Il s'agit du niveau cible ou du taux moyen vers lequel le taux d'intérêt ou l'écart revient au fil du temps. Il représente la tendance centrale du taux à long terme.
- **Volatilité (σ)**: Ce paramètre mesure le niveau d'aléatoire dans le mouvement du taux. Une volatilité plus élevée indique des fluctuations plus importantes autour de la moyenne.
- **Corrélation (ρ)**: La corrélation entre les variations du taux de base et l'écart est calculée également. Cette opération montre à quel point ces deux taux évoluent ensemble, ce qui est crucial pour générer des simulations corrélées.

L'estimation des paramètres sur les données extraites de Bloomberg suit les étapes ci après::

- **Paramètres de retour à la moyenne**: Le modèle applique l'estimation du maximum de vraisemblance (EMV) sur la base du modèle de Vasicek aux fins d'estimer la vitesse de retour à la moyenne, la moyenne à long terme et la volatilité.
- **Volatilité**: Le modèle calcule l'écart type des variations des taux d'intérêt et l'annualise pour représenter la volatilité annualisée.
- **Corrélation**: La corrélation entre les variations du taux de base et l'écart est calculée. Elle influencera les chocs aléatoires dans la simulation pour garantir que les taux de base et les écarts évoluent de manière corrélée.

2. Simulation des taux d'intérêt

Objectif: À l'aide des paramètres estimés, le modèle génère les trajectoires futures des taux de base et des écarts. Ces trajectoires reflètent le comportement historique des taux, et permettent ainsi au modèle de prévoir les taux d'intérêt selon divers scénarios.

a. Le processus d'Ornstein-Uhlenbeck (OU) de simulation de taux

La simulation des taux d'intérêt dans ce modèle est basée sur le processus d'Ornstein-Uhlenbeck (OU) largement utilisé dans les finances au titre de la

modélisation du comportement de retour à la moyenne. Dans le contexte du modèle Vasicek, le processus OU fournit une approximation en temps discret du comportement des taux.

b. Trajectoires des taux corrélés

Pour simuler avec précision des scénarios de taux d'intérêt, le modèle doit tenir compte de la relation entre les taux de base et les écarts. À cet effet, il génère des trajectoires de taux corrélés en utilisant l'approche suivante:

- **Matrice de covariance:** Le modèle construit une matrice de covariance basée sur la corrélation estimée entre le taux de base et l'écart. Cette matrice met en évidence le degré de co-mouvement entre les deux.
- **Chocs aléatoires:** à l'aide de la matrice de covariance, le modèle génère des chocs aléatoires normaux et multivariés, qui s'appliquent simultanément au taux de base et à l'écart.
- **Boucle de simulation:** Pour chaque intervalle de temps, le modèle applique les termes de retour à la moyenne et de chocs aléatoires, calculant itérativement les taux pour chaque période.

3. Gestion du portefeuille d'obligations

Objectif: Le modèle définit un portefeuille d'euro-obligations et gère leurs calendriers de refinancement, ce qui permet de prendre des décisions de refinancement dynamiques basées sur la disponibilité du MASF.

a. Définition des obligations

Le portefeuille obligataire est composé d'euro-obligations souveraines à taux fixe, chacune présentant des attributs spécifiques:

- **Date d'émission:** La date à laquelle l'obligation a été émise initialement.
- **Date d'échéance:** La date à laquelle l'obligation arrive à échéance.
- **Montant principal:** La valeur nominale de l'obligation.
- **Taux du coupon initial:** le taux d'intérêt fixe payé par l'obligation
- **Fréquence de refinancement:** spécifie quand l'obligation doit être refinancée (par exemple, tous les 10 ans)..

b. Échéances et refinancement des obligations

Pour chaque obligation, le modèle suit son échéance et planifie le refinancement à des intervalles prédéfinis. Le refinancement se produit selon deux scénarios:

1. **Taux standard du marché:** Les obligations sont refinancées au taux du marché au moment du refinancement, qui comprend le taux de base et l'écart.
2. **Taux du MASF:** Les obligations arrivées à échéance après la mise en œuvre du MASF peuvent être refinancées au taux du mécanisme, qui est calculé comme le taux de base plus un écart fixe du MASF, générant potentiellement un coût de refinancement inférieur. L'écart du MASF est défini à 80 pb. Il s'agit d'un taux conservateur de 30 pb au-dessus du taux sans risque découlant de la notation AA et assorti d'une commission de 50 pb.



AFRICAN DEVELOPMENT BANK GROUP
GROUPE DE LA BANQUE AFRICAINE
DE DEVELOPPEMENT

