



LE RENFORCEMENT DE LA SURVEILLANCE DU SECTEUR FINANCIER DANS LES PAYS À FAIBLE REVENU — DOCUMENT DE RÉFÉRENCE

Le 16 avril 2012

Approuvé par
Siddharth Tiwari,
Ratna Sahay et
Antoinette M. Sayeh

Préparé par une équipe interdépartementale dirigée par Era Dabla-Norris (SPR) et composée de Marco Arena, Lawrence Dwight, Sarwat Jahan, Nicolas Million, Mwanza Nkusu et Ke Wang (tous SPR), Bozena Radzewicz-Bak (MCM), Mauro Mecagni, Cheikh Gueye, Yibin Mu et Geneviève Verdier (tous AFR), Marc Quintyn et Adolfo Barajas (tous deux INS), Ralph Chami (MCD), Tigran Poghosyan (FAD) et Jookyung Ree (APD), sous la supervision de David Marston (SPR), S. Kal Wajid (MCM) et Anne-Marie Gulde-Wolf (AFR). Andy Berg et Enrico Berkes (RES) ont apporté une contribution appréciable. Le Professeur Thorsten Beck (Tilburg University, ancien fonctionnaire de la Banque mondiale) a participé en tant que conseiller externe à la rédaction de ce document.

I. LES DEFIS POSES PAR LE MANQUE DE PROFONDEUR DES MARCHES FINANCIERS	5
A. Conséquences du manque de profondeur des marchés pour l'efficacité de l'action des pouvoirs publics	5
B. Risques pour la solidité et la stabilité du secteur bancaire	13
Références	18
II. PROFONDEUR DU SECTEUR FINANCIER ET VOLATILITÉ MACROÉCONOMIQUE	20
A. Définition de la méthodologie	21
B. Résultats empiriques	22
Références	26
III. APPROFONDISSEMENT FINANCIER : UN COMPARATIF TEMPOREL ET TRANSVERSAL	29
A. Tendances sectorielles	29
B. Examen de l'hétérogénéité	36
C. Accès aux services financiers dans les PFR	37
D. Accès des ménages aux services financiers	39
E. Accès des entreprises aux services financiers	42
Références	45

IV. FRONTIÈRE DES POSSIBILITÉS FINANCIÈRES	46
Références	55
V. APPROFONDISSEMENT DU SECTEUR FINANCIER ET ÉCARTS AGRÉGÉS	57
A. Évaluation comparative de l'approfondissement du secteur financier dans les PFR	57
B. Expliquer les écarts	61
Références	65
VI. DÉTERMINANTS DES MARGES DE TAUX D'INTÉRÊT DANS LES PAYS À FAIBLE REVENU	68
A. Décomposition des marges de taux d'intérêt	68
B. Analyse économétrique	69
Références	72
VII. POURQUOI LES BANQUES DES PAYS À FAIBLE REVENU NE PRÊTENT-ELLES PAS?	77
A. Méthodologie	78
B. Résultats empiriques	79
Références	84
VIII. NOUVEL EXAMEN DE L'INTERACTION ENTRE LE SECTEUR FINANCIER ET LA CROISSANCE DANS LES PAYS À FAIBLE REVENU	85
A. Spécification et méthodologie	86
B. Résultats	86
C. Commentaires de conclusion	90
Références	91
IX. UNE ANATOMIE DES ÉPISODES D'ACCÉLÉRATION DE L'EXPANSION ET DE LA CONTRACTION DU CREDIT ET DE L'APPROFONDISSEMENT DU SECTEUR FINANCIER	98
A. Méthodologie	99
B. Un aperçu des épisodes d'accélération et de stagnation	100
C. Une anatomie du développement financier	101
D. Conclusion	105
Références	106
X. (CADRE DE LA) SURVEILLANCE FINANCIERE DANS LES SYSTEMES FINANCIERS PEU PROFONDS	112

TABLEAUX

II.1 Estimations avec la méthode GMM pour le modèle élargi	27
--	----

II.2 Estimations avec la méthode GMM pour le modèle élargi _____	28
V.1 Régressions expliquant l'écart de 2005 entre les indicateurs financiers réels et repères pour la profondeur et l'efficacité _____	66
V.2 Régressions expliquant la variation de l'écart en 1995-2005 entre la profondeur financière de référence et réelle _____	67
VI.1 Définitions et sources des variables _____	74
VI.2 Résultats de l'estimation : les déterminants des marges de taux d'intérêt dans les pays à faible revenu _____	75
VI.3 Résultats de l'estimation : les déterminants des marges de taux d'intérêt dans les pays émergents _____	75
VII.1 Définitions et sources des variables _____	77
VII.2 Résultats des calculs par régression du ratio prêts/actifs, 1960-2010 _____	82
VII.3 Effets de la qualité des institutions sur le ratio prêts/actifs des PFR, 1960-2010 _____	83
VIII.1 Le lien entre le secteur financier et la croissance: hétérogénéité entre les pays _____	88
VIII.2 Hétérogénéité du lien entre les passifs liquides et la croissance : régression de panel dynamique _____	92
VIII.3 Hétérogénéité du lien entre le ratio des dépôts bancaires au PIB et la croissance : régression de panel _____	93
VIII.4 Hétérogénéité du lien entre le crédit-PIB et la croissance: régression de panel dynamique _____	94
VIII.5 Hétérogénéité du lien entre le ratio des dépôts bancaires au PIB et la croissance : régression de panel _____	95
VIII.6 Hétérogénéité du lien entre le taux de rotation boursière et la croissance: régression de panel _____	96
VIII.7 Profondeur du secteur financier et croissance dans les groupes de revenu et entre les exportateurs et non-exportateurs de pétrole : régression du panel dynamique _____	97
IX.1 Épisodes d'approfondissement financier et de stagnation par région _____	108
IX.2 Épisodes d'approfondissement financier et de stagnation par niveau de revenu et selon la présence des ressources naturelles _____	109
IX.3 Anatomie des épisodes d'accélération et de stagnation financière _____	110
IX.4 Épisodes d'approfondissement financier et de stagnation _____	111
IX.5 Incidence des crises durant et à la fin des épisodes (1960-2009) _____	111

GRAPHIQUES

I.1 Régimes de change <i>de jure</i> et <i>de facto</i> dans les pays émergents et les pays à faible revenu _____	6
I.2 Stades successifs de la mise en œuvre de la politique monétaire _____	8
I.3 Utilisation des instruments de politique monétaire _____	9

II.1 Profondeur moyenne du secteur financier et volatilité macroéconomique moyenne, 1974-2008	24
III.1 Importance relative des systèmes bancaires dans les PFR et les pays émergents	30
III.2 Profondeur du système bancaire dans les pays émergents et les PFR	33
III.3 Hétérogénéité des modes d'approfondissement dans les PFR, 2000-2009	34
III.4 Marges de taux d'intérêt nettes dans les pays émergents et les PFR	34
III.5 Approfondissement financier sur les marchés des valeurs mobilières	35
III.6 Compagnies d'assurance et fonds de pension	36
III.7 Mesure de la profondeur financière et de la gouvernance, de la protection des investisseurs et de l'intégration financière	38
III.8 Accès des ménages et utilisation de services bancaires, 2004-09	40
III.9 Utilisation des services de dépôts et de crédit des IMF par les ménages, 2004 et 2009	41
III.10 Accès des entreprises au crédit	44
V.1 Écarts dans la profondeur du secteur financier par rapport aux repères	59
V.2 Variations dans les écarts de crédit privé, 1990-2007	59
V.3 Part des PFR qui affichent des résultats inférieurs	60
V.4 Crédit privé au PIB : valeur réelle et attendue, par région de PFR	61
VI.1 Décomposition des marges de taux d'intérêt	73
VII.1 Distribution des ratios prêts/actifs et prêts/dépôts des PFR et des PE	77
VIII.1 Fonctions d'influence partielle de la profondeur du système bancaire et de la capitalisation du marché sur la croissance à différents niveaux de revenu	88
VIII.2 Fonctions d'influence partielle de la profondeur du système bancaire sur la croissance dans les PFR à différents niveaux de qualité de supervision	89
IX.1 Typologie des épisodes d'accélération financière	98
IX.2 Ratios du crédit au PIB et dispersion entre les pays pour 2 types d'épisodes d'accélération	100
IX.3 Épisodes et taux d'inflation moyen durant les cinq années précédentes	102
IX.4 Épisodes et moyenne des taux d'intérêt réels durant les cinq années précédentes	102
IX.5 Épisodes et degré d'ouverture de l'économie durant les cinq années précédentes	102
IX.6 Épisodes et libéralisation financière durant les cinq années précédentes	102
IX.7 Épisodes et institutions politiques durant les cinq années précédentes	103

ENCADRÉS

I.1 Liens entre la politique monétaire et le secteur financier pendant la crise : cas de la Zambie	10
IV.1 Frontière des possibilités d'accès	50
IV.2 Le système financier peut-il devenir trop grand ?	54

I. LES DEFIS POSES PAR LE MANQUE DE PROFONDEUR DES MARCHES FINANCIERS¹

Dans la présente note, nous passons en revue les études existantes sur les défis que pose le manque de profondeur des marchés financiers pour la conduite de la politique macroéconomique. Les pays dont les marchés financiers sont peu diversifiés ont davantage tendance à se doter de régimes de change fixe tandis qu'ils ont moins tendance à recourir à des mesures indirectes, tels que les instruments de politique monétaire, et à mettre en œuvre avec efficacité des politiques budgétaires anticycliques. Cela dit, le lien de cause à effet semble fonctionner dans les deux sens dans la mesure où l'orientation de la politique économique peut elle-même influencer sur le développement du secteur financier. En nous fondant sur de récents rapports PESF, nous montrons aussi que le manque de diversification des marchés financiers tend à accroître les risques en matière de change, de gestion des liquidités et de concentration du crédit, ce qui fait peser des menaces sur la stabilité financière.

A. Conséquences du manque de profondeur des marchés pour l'efficacité de l'action des pouvoirs publics

1. La problématique. Plus les marchés financiers intérieurs sont profonds, plus ils offrent aux pouvoirs publics d'instruments pour conduire leur action, qui sera d'autant plus efficace. D'après des études récentes, les régimes que choisissent les autorités d'un pays pour mener leur politique macroéconomique (régime de change et régime monétaire) de même que la cyclicité de leur politique budgétaire et l'efficacité de leur action en général sont déterminés, entre autres, par le degré de développement du secteur financier. En même temps, il peut y avoir des interactions entre les politiques menées et le degré de développement du secteur financier, l'orientation des politiques dépendant de la profondeur et de l'étendue des systèmes financiers, tandis que le processus de diversification financière est lui-même déterminé par les politiques macroéconomiques choisies.

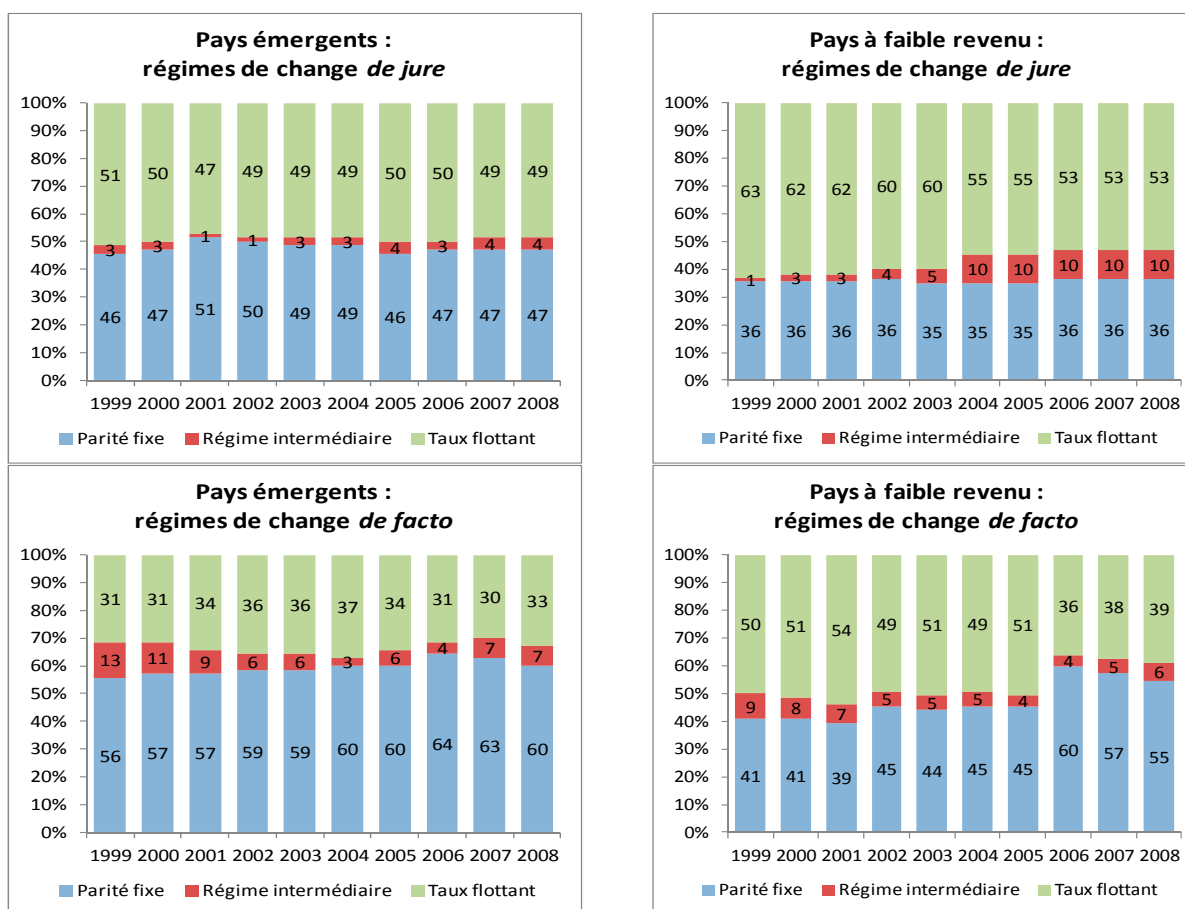
Taux de change

2. Régime *de facto* ou *de jure*. L'observation des régimes de change *de facto* dans les pays émergents comme dans les pays à faible revenu (PFR) révèle que les pays qui fixent leur taux de change sont plus nombreux que ne le laisserait penser la classification *de jure* (graphique I.1). Les PFR ont davantage tendance que les pays émergents à déclarer qu'ils appliquent un régime de change flottant alors qu'en pratique ils ont une parité fixe. Par exemple, en 2008, 36 % des PFR déclaraient avoir un régime de change fixe alors que, selon le FMI, la proportion était de 55 % (un écart de près de 20 %). Parmi les pays émergents, 47 % déclarent pratiquer un régime de change fixe, contre 60 % selon le FMI (un écart de 13 %). Si le choix d'un régime de change flottant tient à des considérations et des objectifs de politique économique, il est aussi fortement influencé par l'absence de marchés permettant de se couvrir contre les fluctuations des taux de change (Gulde *et al.*, 2006). Parmi les PFR, 30 % de ceux qui

¹ Préparé par Lawrence Dwight, Nicolas Million (SPR) et Bozena Radzewicz-Bak (MCM). Les auteurs tiennent à remercier Andy Berg (RES) de ses précieuses observations.

déclarent appliquer un régime de change flottant tout en pratiquant en fait un régime de change fixe invoquent l'absence de marchés à terme des changes, contre 0 % chez les pays émergents. Les marchés à terme, lorsqu'ils existent, sont le plus souvent sous-développés, illiquides et peu profonds (Canales-Kriljenko, 2004).

Graphique I.1 Régimes de change *de jure* et *de facto* dans les pays émergents et les pays à faible revenu



Source : AREAER.

Les taux de change *de facto* correspondent à la classification des régimes de change du FMI. Les régimes de change flottant englobent les régimes purs et les régimes dirigés. Les régimes de change fixe concernent les pays qui n'ont pas de monnaie propre, appliquent un système de caisse d'émission, ou encore rattachent leur monnaie à une autre monnaie ou à un panier de monnaies. Les régimes intermédiaires sont les parités fixes évoluant à l'intérieur d'une bande de fluctuation, les parités mobiles et les bandes de fluctuation mobiles. L'enquête porte sur 70 pays émergents et 72 pays à faible revenu.

3. Choix du régime de change. Des études montrent que la profondeur du marché financier a un impact considérable sur le choix du régime de change d'un pays. Selon Schmidt-Hebbel (2010), les pays dont le secteur financier est relativement moins ouvert et moins diversifié sont dans l'ensemble plus enclins à choisir un régime de change fixe. Lin et Ye (2011) constatent que moins le marché financier d'un pays est diversifié, plus la probabilité est grande que ce pays adopte un régime de change fixe. De plus, cet effet est prononcé : un accroissement d'un écart type de l'indicateur mesurant le degré de

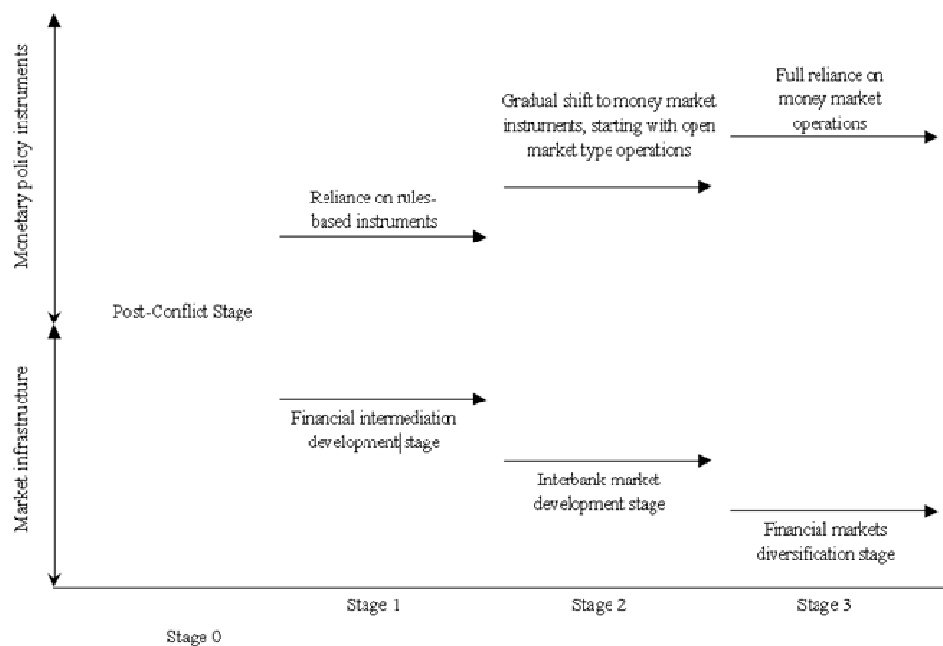
développement du secteur financier se traduit par une diminution de 20 points de pourcentage de la probabilité que le pays choisisse un régime de change fixe. Ces auteurs constatent aussi que la probabilité qu'un pays abandonne son régime de change fixe est d'autant plus grande que son marché financier est développé. Par exemple, un accroissement de 10 % de l'indicateur de développement du secteur financier entraîne une augmentation de 20 % de la probabilité que le pays abandonne son régime de change fixe. Ces conclusions cadrent avec l'idée que des capacités institutionnelles et des marchés financiers développés sont nécessaires pour faire face à la volatilité des régimes de change souple.

4. Volatilité macroéconomique. Lorsqu'un régime de change souple est associé à des marchés financiers profonds, la volatilité macroéconomique est globalement moins marquée. En effet, un manque de souplesse du taux de change peut entraver l'ajustement en restreignant la capacité de l'économie de réallouer les ressources en cas de chocs extérieurs (Broda, 2004). Inversement, des institutions et des marchés financiers bien développés peuvent aider à atténuer l'effet négatif que la volatilité des taux de change exerce sur la liquidité et la capacité d'investissement des entreprises, et par conséquent sur la stabilité et la croissance en général (Aghion *et al.*, 2006). Cet effet est plus prononcé pour les pays tributaires des ressources naturelles, qui subissent d'amples fluctuations des termes de l'échange et du taux de change réel.

Politique monétaire

5. Plusieurs stades. En général, la mise en œuvre de la politique monétaire d'un pays traverse plusieurs stades en fonction du niveau de développement du marché financier (voir FMI, 2004, et graphique I.2). Au stade I, la politique monétaire s'appuie sur des instruments régis par des règles (par exemple coefficients de réserves, coefficients de liquidité réglementaire et/ou facilités permanentes). Au stade II, des instruments du marché monétaire peuvent être introduits à mesure que se développe le marché interbancaire. Mais les instruments régis par des règles peuvent encore être utilisés. Au stade III, la politique monétaire s'appuie entièrement sur les instruments du marché monétaire dès lors que les marchés financiers sont bien développés, diversifiés et profonds.

Graphique I.2 Stades successifs de la mise en œuvre de la politique monétaire

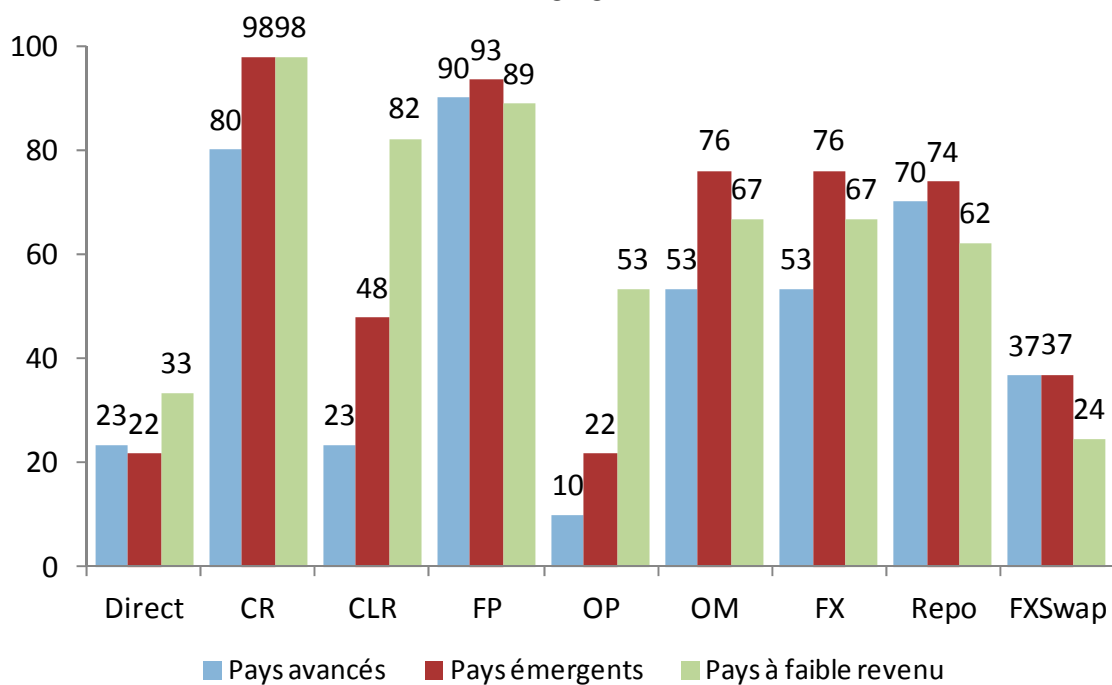


Source : FMI, *Monetary Policy Implementation at Different Stages of Market Development*. 26 octobre 2004.

6. Choix des instruments. Dans certains PFR, le développement insuffisant des marchés financiers restreint l'utilisation des instruments de politique monétaire. Le graphique I.3 illustre l'utilisation de divers instruments dans les pays avancés, les pays émergents et les PFR en 2010. Les PFR ont davantage recours aux instruments directs (par exemple le taux d'intérêt et l'encadrement du crédit) que les autres pays. Compte tenu de la faiblesse de leurs marchés financiers, les PFR sont aussi plus enclins à utiliser les instruments de politique monétaire régis par des règles, par opposition aux instruments du marché. Ainsi, ils ont davantage recours que les autres pays aux coefficients de réserves obligatoires et aux coefficients de liquidité réglementaires comme instruments de politique monétaire. Ils ont aussi plus tendance à intervenir sur les marchés primaires d'obligations publiques et à moins utiliser les swaps de devises pour les besoins de leur politique monétaire. Le recours limité à ces instruments est peut-être aussi dû au manque de liquidité des marchés secondaires d'obligations publiques et des marchés des changes dans ces pays. L'encadré I.1 présente le cas de la Zambie en examinant, à l'aide d'un petit modèle structurel, l'impact de la politique monétaire dans un PFR dont le marché financier est peu profond. Il en ressort que l'aversion croissante pour le risque et le sous-développement du secteur financier peuvent expliquer les principales caractéristiques des conditions monétaires pendant la crise financière

Graphique I.3 Utilisation des instruments de politique monétaire

(par groupe de revenu)

2010

Direct = contrôles directs, CR = coefficient de réserves, CLR = coefficient de liquidité réglementaire, FP = facilités permanentes, OP = interventions sur les marchés primaires d'obligations publiques, OM = opérations d'*open market*, Repo = prises en pension, FXSwap = swaps de devises.

Source : IMF, Système d'information sur les instruments de politique monétaire (SIIPM), base de données qui contient les résultats d'une enquête bisannuelle sur les instruments de politique monétaire utilisés dans 140 pays. Voir aussi Buzenecas et Maino (2007).

Encadré I.1 Liens entre la politique monétaire et le secteur financier pendant la crise : cas de la Zambie

Le cas de la Zambie pendant les années 2008 et 2009 illustre la relation entre le système financier, les chocs financiers et la politique monétaire. Le Département Afrique et le Département des études du FMI ont élaboré un petit modèle structurel pour analyser la politique monétaire dans les PFR. Ce modèle a été utilisé pour comprendre la nature des chocs extérieurs qui ont frappé la Zambie, comment ces chocs se sont transmis à travers le système financier et l'économie, et comment leurs effets ont été déterminés par la politique monétaire adoptée en réaction. Les principales conclusions sont les suivantes :

- Les modèles qui tiennent compte de l'aversion pour le risque dans le système financier expliquent mieux ce qui s'est passé en Zambie que les modèles comportant un accélérateur financier.
- La transmission de la politique monétaire dépend de la structure du système financier.
- Les chocs ayant leur origine au sein du système financier peuvent eux-mêmes compliquer la politique monétaire.

La crise financière mondiale a fait subir à la Zambie trois chocs connexes : i) une dégradation prononcée des termes de l'échange; ii) une augmentation de la prime de risque externe du pays; et iii) un choc sur le secteur financier du pays, la crise ayant fait perdre aux banques leur appétit pour le risque. Pourtant, le secteur a assez bien résisté à la crise mondiale de 2008, malgré le doublement des créances improductives et une forte dépréciation de la monnaie. L'augmentation des créances improductives et l'appétit moindre pour le risque ont entraîné une nette diminution du crédit au secteur privé. La plupart des banques sont restées financièrement solides, même si leurs bénéfices et leurs ratios de fonds propres ont diminué.

On a utilisé un petit modèle macroéconomique qui tient compte de la baisse des taux d'intérêt sur la dette bancaire de l'État et de la hausse des taux prêteurs pour simuler ce qui s'est passé en Zambie. Pendant la crise, les taux prêteurs ont fortement augmenté, malgré l'assouplissement du crédit. L'une des explications possibles réside dans l'«accélérateur financier» : l'évolution négative des termes de l'échange a réduit l'activité réelle et, partant, la valeur implicite des entreprises. Cela a rendu les prêts bancaires plus risqués et donc incité les banques à relever leurs marges pour une quantité donnée de prêts au secteur privé. Cela concorde avec l'augmentation des créances improductives observées en Zambie au cours de cette période. Cependant, il ressort des données que la production réelle n'a pas diminué de façon marquée et que la contraction du volume des prêts a été beaucoup plus forte que prévu. Pour expliquer l'évolution du volume des prêts, des taux prêteurs, de la production et de l'activité du marché monétaire, on peut supposer que les banques se sont montrées relativement prudentes de sorte que leur aversion pour le risque s'est accrue. Cela a réduit l'offre de prêts au secteur privé et incité les banques à opter pour les titres publics et les dépôts auprès de la banque centrale, plus liquides et plus sûrs. C'est ainsi que les taux prêteurs ont augmenté et que les taux des titres publics ont diminué. La hausse des taux prêteurs a freiné la demande intérieure et l'inflation a reflué.

Les résultats de l'application du modèle laissent à penser que, si la politique monétaire avait été assouplie plus tôt — avec une croissance plus forte de la masse monétaire au départ —, la hausse des taux prêteurs aurait été moindre par rapport au scénario de référence et la baisse de la demande intérieure atténuée, au prix d'une inflation légèrement plus élevée mais toujours en baisse.

Le modèle comprend plusieurs éléments conçus pour prendre en compte le manque de profondeur du secteur financier. Plus particulièrement, les auteurs ont conçu un scénario dans lequel une forte proportion des consommateurs n'ont pas accès aux marchés financiers et consomment donc la totalité de leurs revenus. Ces consommateurs sont plus sensibles aux chocs budgétaires et moins à une évolution défavorable des taux d'intérêt que ceux qui ont accès aux marchés financiers. Le modèle était calibré sur la base des enquêtes Finscope, selon lesquelles une forte proportion de consommateurs, supérieure à 50 %, consomment la totalité de leurs revenus dans un grand nombre de PFR d'Afrique subsaharienne. Des caractéristiques propres aux PFR, telles que l'importance de l'évolution négative des termes de l'échange et de l'inélasticité-prix de la demande d'importations, jouent aussi un rôle important. D'autres caractéristiques importantes concernent davantage les pays émergents, telles que le rôle de l'arrêt brutal des flux de capitaux et l'aversion pour le risque dans le système bancaire.

Préparé par : Andy Berg (RES), Alfredo Baldini et Nils Oeyvind (AFR).

7. Facilitation de la politique monétaire. Si l'on considère le canal du crédit, la politique monétaire influence l'économie réelle par ses effets sur le marché du crédit et, donc, sur la demande. En influant sur la rentabilité et la valeur des actifs des emprunteurs et donc sur les garanties qu'ils offrent, les variations de taux d'intérêt influent directement sur la capacité des emprunteurs à se financer (effet de bilan)². L'offre de fonds prêtables s'en ressent si les banques ne peuvent pas remplacer facilement les dépôts et si leurs actifs ne sont pas parfaitement substituables (canal des prêts bancaires). Ces deux canaux fonctionnent en raison des frictions financières et de l'offre imparfaite de financements extérieurs pour les entreprises et les banques. Dans les pays à régime de change souple, les taux d'intérêt influencent le taux de change, qui influe directement sur les prix des produits importés et indirectement sur la demande par le biais de la balance commerciale et (dans les pays où les capitaux sont mobiles) des flux de capitaux. D'un autre côté, si les entreprises ont moins recours aux financements bancaires parce que le système bancaire n'est pas solide ou parce que les banques ont du mal à trouver des entreprises avec de bons projets, la politique monétaire devient moins efficace. De même, si les banques ont des liquidités excédentaires, la banque centrale sera moins à même d'influencer l'offre de crédit.

8. Obstacles à la transmission monétaire. Dans les PFR, bien souvent, les conditions d'une mise en œuvre efficace de la politique monétaire ne sont pas remplies de sorte que les mécanismes de transmission classiques peuvent se heurter à de nombreux obstacles. Compte tenu du moindre degré de développement du secteur financier dans les PFR, il est possible que les variations de taux d'intérêt y aient un effet moins marqué sur la demande. De même, les marges de taux d'intérêt sont souvent plus élevées dans les PFR et, en raison du risque jugé plus élevé que présentent les investissements dans le secteur privé, les banques peuvent préférer investir dans des obligations publiques plutôt que de fournir du crédit (Saxegaard, 2006). Il peut aussi être plus rentable pour les banques de détenir des titres publics que de supporter le coût des vérifications que nécessitent les prêts au secteur privé. En outre, si les marchés des actifs à long terme sont sous-développés, le crédit bancaire et les taux prêteurs peuvent être moins sensibles aux variations des taux d'intérêt à court terme. De plus, dans les pays où le régime de change est fixe, le marché des changes peu profond et/ou les capitaux peu mobiles, les taux d'intérêt peuvent n'avoir qu'un effet limité sur le taux de change. Enfin, les systèmes financiers de certains PFR sont caractérisés par la prépondérance des considérations budgétaires de sorte que les taux d'intérêt et le volume de crédit disponible pour le secteur privé dépendent essentiellement des besoins de financement de l'État plutôt que des objectifs de la banque centrale. Certaines données empiriques mènent à penser que beaucoup de ces effets sont à l'œuvre dans les PFR. Par exemple, d'après Misra *et al.* (2011), la corrélation entre les variations des taux du marché monétaire et les variations du taux d'escompte est beaucoup plus ténue dans les PFR que dans les pays émergents et les pays avancés, et ce tant à court terme qu'à long terme. De même, la corrélation entre les variations des taux prêteurs et les variations des taux du marché monétaire est beaucoup moins forte dans les PFR que dans les autres pays.

² La plupart des études sur l'effet de bilan, qui sont fondées sur des données relatives aux États-Unis, montrent que les contraintes de liquidités deviennent déterminantes pour les petites entreprises américaines, qui sont plus tributaires que les grandes entreprises des prêts bancaires, lorsque la Fed durcit sa politique monétaire. Voir l'enquête de Kashyap et Stein (1994).

9. Ciblage de l'inflation. Selon Schmidt-Hebbel (2010), les pays où les marchés financiers sont développés ont davantage tendance à choisir la croissance de la masse monétaire ou un taux de change fixe comme point d'ancrage nominal, par opposition au ciblage de l'inflation. Cela dit, des études récentes montrent que le manque de profondeur des marchés financiers n'exclut en rien l'adoption du ciblage de l'inflation. Par exemple, il ressort des travaux de Batini *et al.* (2005) et d'études ultérieures que, dans certains cas, le ciblage de l'inflation peut être efficace en l'absence de marché des changes et obligataires développés. D'après Ball (2010), le ciblage de l'inflation peut être plus utile dans les pays émergents que dans les pays avancés du fait que le type de politique monétaire a moins d'importance lorsque les institutions économiques sont plus développées. Cela dit, si les marchés financiers sont sous-développés, le maniement du ciblage de l'inflation peut être plus difficile.

10. Interactions. Tout comme une diversification accrue des marchés financiers contribue à une meilleure mise en œuvre de la politique monétaire, une réforme de cette politique peut promouvoir le développement des marchés financiers. Par exemple, la flexibilité du taux de change peut susciter la création de nouveaux produits et l'acquisition d'une certaine expertise sur les marchés des changes. De même, lorsqu'une banque centrale axe son action sur les taux d'intérêt à court terme, ces taux peuvent se stabiliser et envoyer des messages plus clairs sur l'orientation de la politique monétaire. Cela favorise le développement des marchés financiers. De la même manière, à mesure que les marchés interbancaires et les marchés obligataires à court terme s'étoffent et que la confiance dans la gestion macroéconomique s'accroît, les échéances peuvent être allongées et les marchés obligataires à long terme se développer. Ainsi, les mesures réglementaires et les réformes institutionnelles vont de pair avec des structures plus modernes et plus prospectives pour la politique monétaire.

Politique budgétaire

11. Marchés de la dette peu actifs. Si un certain nombre de gouvernements de PFR émettent aujourd'hui des titres nationaux, ces marchés sont en général moins actifs que dans les pays émergents et les pays avancés. Par exemple, Ferhani *et al.* (2009) montrent, données à l'appui, que dans les PFR le volume des opérations sur le marché secondaire des titres publics est faible en proportion du PIB et ne représente encore qu'une fraction seulement du volume de ces opérations dans les pays émergents.

12. Effet d'éviction. Les marchés financiers des PFR peuvent être dominés par les besoins de financement de l'État, ce qui a à son tour des implications pour les emprunts du secteur privé. Ainsi, Aisen et Hauner (2008) examinent l'effet des déficits budgétaires sur les taux prêteurs. À l'aide d'un ensemble de données de panel sur 60 pays avancés et émergents, ils observent que les déficits budgétaires ont un effet positif très significatif, de l'ordre de 26 points de base par point de PIB, sur les taux d'intérêt. Ces résultats semblent indiquer que la politique budgétaire est d'autant plus efficace que le déficit budgétaire et le niveau d'endettement de départ sont bas, que l'ouverture financière est plus grande et que le marché financier est plus profond, car lorsque ces conditions sont réunies l'effet des déficits sur les taux d'intérêt est plus faible, d'où un effet d'éviction moindre et un plus grand multiplicateur.

13. Contraintes pour les pouvoirs publics. S'ils sont peu profonds, les marchés intérieurs de la dette peuvent faire peser des contraintes sur la politique budgétaire de diverses manières. Par exemple,

Arvai et Heenan (2008) observent que les pays dont les marchés de titres publics sont diversifiés et liquides sont moins vulnérables aux fluctuations des financements extérieurs disponibles et des flux d'aide des donateurs. Les marchés diversifiés des titres publics aident à stabiliser le financement et le budget de l'État en offrant une large gamme d'échéances. À mesure que les marchés secondaires se développent, les coûts de transaction diminuent et la liquidité s'accroît, ce qui renforce la confiance des investisseurs dans les titres publics à long terme. L'allongement des échéances des titres de la dette publique réduit la fréquence des nouvelles émissions et facilite le processus de planification budgétaire. En outre, les marchés diversifiés font baisser le coût du service de la dette de l'État à long terme, car les investisseurs accepteront des rendements moins élevés s'ils peuvent dénouer facilement leurs positions. La profondeur et la liquidité du marché réduisent aussi les coûts de transaction et améliorent la répartition des risques, ce qui se traduit par une prime de liquidité réduite sur les titres publics. En outre, les marchés de titres diversifiés peuvent renforcer la discipline budgétaire en donnant aux autorités des signaux sur la manière dont leur action est perçue par les marchés. Enfin, les marchés diversifiés accroissent la capacité des pouvoirs publics de financer rapidement des déficits importants en cas d'événements imprévus ou de choc extérieur de grande ampleur.

14. Procyclicité budgétaire. Les études tant théoriques qu'empiriques citent un certain nombre de facteurs, notamment le degré de développement du secteur financier, pour expliquer pourquoi le manque de profondeur des marchés financiers peut conduire à une politique budgétaire plus procyclique. En s'appuyant sur un large échantillon de pays développés et en développement, Calderon et Schmidt-Hebbel (2008) constatent que des institutions de mauvaise qualité et le manque d'accès aux marchés de crédit internationaux et intérieur entravent la conduite d'une politique budgétaire anticyclique. En particulier, ces auteurs montrent que, lorsque l'ouverture financière sur l'extérieur est faible, que le marché financier intérieur manque de profondeur, que les institutions sont de qualité médiocre et que l'ouverture politique est restreinte, le solde budgétaire a tendance à être plus procyclique. En général, les données indiquent que les pays dont le système financier est peu profond donnent une orientation plus procyclique à leur politique budgétaire (FMI, 2007).

15. Limites à la réaction des pouvoirs publics. Caballero et Krishnamurthy (2004) montrent que le manque de profondeur financière soumet la politique budgétaire à des contraintes qui peuvent rendre inopérantes les prescriptions budgétaires keynésiennes classiques. En particulier, ils montrent i) qu'une profondeur financière restreinte pendant les crises fait peser des contraintes sur la politique budgétaire et en limite l'utilisation comme instrument anticyclique; et ii) que le manque de profondeur des marchés financiers empêche les gouvernements d'atteindre des ratios dette publique/PIB plus élevés et affaiblit le rôle des marchés en tant que facteurs de discipline. De plus, ils montrent qu'une politique budgétaire expansionniste aboutit à réduire l'activité de prêt du secteur privé lorsque les investisseurs imposent une prime de liquidité plus élevée ou lorsqu'ils craignent une accumulation de la dette publique. Tout cela indique clairement qu'un mécanisme d'éviction est à l'œuvre et qu'il est plus puissant dans les pays en développement que dans les pays avancés.

B. Risques pour la solidité et la stabilité du secteur bancaire

16. Problématique. Dans de nombreux PFR, les marchés financiers sont peu profonds, certains segments étant sous-développés ou carrément inexistantes. Ce manque de profondeur, caractérisée par

une gamme d'instruments étroite, des échéances courtes, un faible volume de transactions et des coûts de transaction élevés, est en général facteur de volatilité. Il expose les banques à des chocs qui peuvent être graves et compliquent la gestion des risques, en particulier en matière de change et de gestion de la liquidité. Il influe aussi sur l'allocation des ressources des banques et accentue le risque de concentration. L'absence de marchés monétaires liquides peut aussi faire monter les coûts de transaction pour les banques, ce qui a pour effet de réduire la rentabilité des banques commerciales et d'accroître le risque de crédit³. Dans cette sous-section, nous examinons les conséquences du manque de profondeur des marchés financiers pour la stabilité de ce secteur dans les PFR, en nous appuyant sur les évaluations de la stabilité du secteur financier réalisées conjointement par le FMI et la Banque mondiale entre 2007 et 2011 dans dix-neuf PFR.

Risque de change

17. Risques directs et indirects. Lorsque les marchés financiers sont peu profonds, la volatilité des taux de change et les risques réalisés pour les banques des PFR et leurs clients sont en général plus prononcés du fait que, pour les participants au marché, les opérations de couverture sont limitées. Le risque de change peut toucher les banques directement (par le biais de l'asymétrie entre les monnaies dans lesquelles sont libellés leurs actifs et leurs passifs) ou indirectement, en accentuant le risque de crédit que représentent les prêts aux emprunteurs dont les bilans ou les flux de revenus sont caractérisés par une asymétrie analogue. Dans une grande majorité de PFR, le risque de change direct est relativement bien contenu, tandis que le risque indirect est en général élevé. Dans les pays où la dollarisation financière est forte, les risques de change directs et indirects semblent être beaucoup plus prononcés et le rôle de prêteur de dernier ressort de la banque centrale est considérablement amoindri.

18. Gestion des risques directs. Dans les PFR, les mesures prudentielles efficaces contribuent largement à limiter le risque de change direct. À l'exception d'un petit nombre de pays, les positions de change ouvertes nettes des banques sont rigoureusement réglementées et les banques maintiennent leurs engagements en devises en deçà des limites prudentielles (c'est le cas, par exemple, au Kenya, en Ouganda, au Rwanda, en Tanzanie et en Zambie). Dans certains pays, un contrôle sélectif des capitaux aide à limiter l'exposition des banques au risque de change direct (par exemple au Bangladesh). Dans deux PFR seulement, le risque de change s'avère considérable pour certains établissements particuliers, et ce en raison surtout de l'incapacité de faire respecter les règles régissant les positions ouvertes nettes des banques. Dans ces pays, les amples fluctuations du taux de change (qui sont souvent dues à l'étroitesse des marchés des changes) expose les banques commerciales à des pertes qui peuvent être considérables, en menaçant la solidité et la stabilité du secteur financier. En outre, un cadre

³ Dans un environnement caractérisé par des marchés monétaires illiquides ou incapables de fonctionner correctement, les banques doivent conserver un niveau plus élevé de liquidités, généralement sous forme d'encaisses non rémunérées, dans leur bilan, en supportant les coûts d'opportunité qui en résultent. Si le montant de leurs actifs liquides est insuffisant en cas d'obligations imprévues, les banques peuvent aussi se tourner vers la banque centrale comme prêteur de dernier ressort. Cependant, cette solution comporte un surcoût, car l'accès au crédit de la banque centrale se fait en général à un taux dissuasif. Dans les deux cas, les banques pourraient répercuter ces coûts sur leurs clients en relevant les taux de leurs prêts. Cela entraînerait pour les emprunteurs une augmentation de leurs paiements et, pour les banques, une accentuation du risque de crédit.

réglementaire déficient peut exacerber les risques. Par exemple, en Moldavie, l'exposition du secteur bancaire au risque de change a été amplifiée par le traitement asymétrique des transactions avec les clients des banques : celles-ci étaient autorisées à prêter en devises à un groupe de clients (importateurs), mais elles n'avaient pas le droit d'accorder ce genre de prêt aux autres (exportateurs). Cela a fortement accentué l'asymétrie des bilans des banques et accru ainsi leur exposition au risque de change direct.

19. Risques indirects. Compte tenu des limites réglementaires qui sont imposées aux positions de change ouvertes nettes des banques, ce sont essentiellement les effets indirects sur le risque de crédit qui augmente la vulnérabilité des banques au risque de change dans les PFR. Une évolution rapide du taux de change peut très vite altérer la capacité de remboursement des clients, en particulier ceux qui ne sont pas naturellement couverts par des revenus en devises. Cela n'est pas sans conséquences pour les créances improductives des banques, qui peuvent augmenter, surtout si vient s'ajouter une baisse de la qualité des prêts libellés en devises. C'est ce qui s'est passé dans plusieurs PFR (par exemple au Ghana, au Honduras, en Mongolie, au Tadjikistan, en Tanzanie et en Zambie). Cependant, dans certains PFR, le risque indirect est relativement limité du fait qu'il existe des normes prudentielles supplémentaires et que les prêts en devises aux clients sont entièrement garantis par leurs revenus en devises. Par exemple, au Mozambique, la lourde obligation de provisionner à raison de 50 % les prêts en devises à des non-exportateurs a réduit le risque de change indirect en incitant les banques à ne pas prêter à des emprunteurs sans couverture.

20. Dollarisation et risques de change. Dans les PFR dont l'économie est fortement dollarisée et où il n'existe pas de marché pour les instruments dérivés sur devises, l'exposition des établissements financiers au risque de change est en général beaucoup plus prononcée. Les banques qui détiennent un volume élevé de dépôts en devises d'origine interne doivent contrebalancer leur position de change soit en accordant des prêts en devises à des clients dont les revenus sont en monnaie locale, soit en détenant leurs actifs en devises à l'étranger. Ainsi, en Bolivie, la forte dollarisation de l'économie rend le système bancaire vulnérable aux risques de taux de change, non seulement en raison de l'asymétrie entre les actifs et les passifs libellés dans certaines monnaies, mais aussi de la possibilité de redollarisation des dépôts. Au Cambodge, où les dépôts bancaires en dollars ne sont que partiellement couverts par des actifs liquides en dollars, les banques sont exposées non seulement au risque de change, mais aussi au risque de liquidité. De même, en Mongolie, environ un tiers des dépôts sont libellés en devises, ce qui restreint d'autant la liquidité et limite la capacité de la banque centrale de jouer le rôle de prêteur de dernier ressort.

Risques pour la gestion de la liquidité

21. Liquidité excédentaire. Il peut arriver que, en cas de flux saisonniers de grande ampleur, toutes les banques opèrent du même côté sur le marché financier. Plusieurs PFR en ont fait l'expérience (par exemple la Gambie, la Zambie, l'Ouganda et la Tanzanie). L'incapacité de trouver des contreparties adoptant une position opposée sur le marché monétaire prive les banques d'un mécanisme qui leur permettrait de lisser leur liquidité journalière et de faire face efficacement à leurs besoins de financement imprévus. En conséquence, les banques conservent des liquidités excédentaires sur leur bilan pour faire face aux obligations inattendues. Ces actifs liquides (sous forme par exemple d'encaisses

ou de titres à court terme de la banque centrale ou de l'État) permettent aux banques d'être structurellement liquides, avec des positions de liquidité nettement supérieures aux normes imposées par la réglementation. Par exemple, en 2009 et 2010, le ratio de liquidité moyen des banques de 38 PFR a été de 41 % (Beck *et al.*, 2011). Dans plusieurs pays, il a même dépassé 60 % (par exemple en République centrafricaine, en République démocratique du Congo, en République du Congo, au Lesotho, au Niger et en Papouasie-Nouvelle-Guinée). La détention d'un volume important d'actifs liquides au bilan a pour double inconvénient de faire monter les coûts bancaires et diminuer la rentabilité.

22. Rôle prépondérant des dépôts. Bien que la liquidité soit abondante, les banques des PFR ont essentiellement recours aux dépôts de leurs clients pour se financer. Dans les PFR d'Afrique subsaharienne pour lesquels on dispose de données, les comptes-chèques constituent la majorité des dépôts, la proportion allant de 46 % au Nigéria à 83 % en Guinée-Bissau. Les comptes-chèques sont considérés comme le type de dépôt le plus volatil, car ils existent avant tout pour la réalisation de transactions. En même temps, les comptes d'épargne, qui constituent la source de financement bancaire la plus stable dans les pays avancés, sont en général moins stables dans les PFR. Par exemple, les petites entreprises détiennent des montants élevés en espèces dans des comptes d'épargne, sur lesquels elles effectuent des dépôts et des retraits plusieurs fois par semaine (Bald, 2008). Un facteur connexe, qui fait des dépôts une source de financement moins stable dans les PFR, est que les revenus de la plupart des déposants sont peu élevés, ce qui se traduit par un fort taux de rotation des dépôts.

23. Conséquences pour la gestion de la liquidité. Le taux élevé de rotation des dépôts bancaires dans les PFR, conjugué à la rareté relative des autres sources de financement, complique la gestion de la liquidité. Cela contribue aussi à des tensions plus prononcées sur la liquidité que dans les pays plus développés, qui sont mieux à même de lisser efficacement leurs positions de liquidité journalières. Le risque implicite peut expliquer aussi pourquoi les banques commerciales des PFR conservent un niveau élevé de liquidités. Compte tenu de cette situation, les banques centrales des PFR sont appelées beaucoup plus souvent que leurs homologues des pays avancés et émergents à fournir des liquidités additionnelles.

Risques de concentration du crédit⁴

24. Risques de crédit et de taux d'intérêt. Lorsqu'ils manquent de profondeur, les marchés financiers n'offrent pas aux entreprises clientes des banques la possibilité de diversifier leurs sources de financement (par l'intermédiaire des marchés d'actions et d'obligations), ce qui contribue à gonfler l'exposition des banques à l'égard de certains secteurs et/ou clients. En tant que tels, les marchés financiers peu diversifiés amplifient les risques de crédit et de taux d'intérêt, et la rentabilité et la solvabilité des banques s'en trouvent menacées si des facteurs externes viennent à évoluer dans un sens négatif (par exemple en cas de ralentissement de l'activité économique ou de défaut de paiement d'un gros client). Historiquement, la concentration des risques de crédit dans les portefeuilles de prêts des banques est une des principales sources de difficultés que celles-ci connaissent dans les PFR. Le gonflement des engagements à l'égard d'un petit nombre de secteurs peut aussi entraîner une inflation des prix des actifs et exposer les établissements financiers aux risques inhérents à un retournement potentiel.

25. Risques élevés de concentration sur un secteur ou une contrepartie. Cela tient à la fois à la concentration sectorielle relative de l'activité économique dans ces pays et à la rareté relative des clients solvables. Bien que la concentration des portefeuilles d'actifs des banques varie d'un PFR et d'une banque à l'autre, parmi les 24 PFR d'Afrique subsaharienne pour lesquels on dispose de données, la concentration sectorielle des prêts varie de 50 % à 70 % dans 20 pays, où la majorité des prêts est accordée à un ou deux secteurs économiques seulement (Beck *et al.*, 2011). Les banques dont les portefeuilles sont peu diversifiés au niveau sectoriel sont aussi plus vulnérables aux chocs frappant spécifiquement certains secteurs.

26. Obligations en matière de garantie. Les règles rigides imposant des garanties élevées pour les prêts peuvent contribuer à l'exposition excessive des banques à l'égard d'un petit nombre d'emprunteurs, ce qui accroît le risque de concentration sur une même contrepartie. Compte tenu de l'impossibilité de se tourner vers les marchés d'actions et d'obligations pour se financer, les entreprises établies sont obligées de rechercher des capitaux auprès du système bancaire. De ce fait, le montant des prêts est plus élevé qu'il ne le serait autrement, ce qui conduit les banques à relever le niveau des garanties obligatoires. Celles-ci varient de 150 % à 200 % de la valeur du prêt dans un certain nombre de PFR d'Afrique subsaharienne et sont limitées à certains types d'actifs (par exemple des biens fonciers), ce qui réduit considérablement le nombre de clients qui remplissent les conditions voulues pour obtenir un prêt. De plus, l'étroitesse des marchés immobiliers complique la valorisation et la vente des biens donnés en garantie, ce qui a tendance à accroître le montant de la garantie requise. Enfin, le manque d'information sur la solvabilité des clients a souvent pour effet de limiter l'offre effective de crédit. Tous ces facteurs font que les banques s'engagent de façon excessive à l'égard d'un petit nombre de clients, y compris des États, et sont donc exposées à un risque d'autant plus grand en cas de défaut de l'un d'entre eux.

⁴ Il existe deux types de risque de concentration du crédit, en fonction de la source du risque : le risque de concentration sur un secteur, qui résulte de l'octroi excessif de prêts à des secteurs, des industries ou des produits particuliers, et le risque de concentration sur une contrepartie, qui résulte de l'octroi excessif de crédit aux mêmes clients.

27. Risque de concentration sur une contrepartie. Le risque de concentration sur une contrepartie est excessivement élevé dans les secteurs bancaires de plusieurs PFR. Dans l'un d'entre eux, les tests de résistance confirment que, si l'un des plus grands débiteurs venait à faire défaut, le système bancaire connaîtrait une crise. Dans un autre de ces pays, la forte concentration du risque de crédit sur un petit nombre de contreparties constitue un risque majeur pour l'ensemble du système bancaire intérieur. Dans un troisième pays, deux banques ont des portefeuilles de prêts fortement concentrés, un quart des crédits ayant été accordés à cinq emprunteurs seulement. Dans certains PFR, l'évaluation du secteur financier a révélé que le niveau élevé du risque de crédit dissuade les banques de prêter aux PME, ce qu'il fait qu'elles se font concurrence pour prêter à un nombre restreint d'emprunteurs de qualité.

Références

- Aghion, P., P. Bacchetta, R. Ranciere, and K. Rogoff, 2006, "Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 56(4), pp. 494-513.
- Aisen, A., and D. Hauner, 2008, "Budget Deficits and Interest Rates: A Fresh Perspective," IMF Working Paper 08/42 (Washington: International Monetary Fund).
- Arvai, Z., and G. Heenan, 2008, "A Framework for Developing Secondary Markets for Government Securities," IMF Working Paper 08/174 (Washington: International Monetary Fund).
- Bald, J., 2008, "Stability of Small Balance Deposits." Available via the internet: www.cgap.org/gm/document-1.../TN_Stability_Small_Balance_Deposits.pdf
- Ball, L. M., 2010, "The Performance of Alternative Monetary Regimes," NBER Working Paper No. 16124 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- International Monetary Fund, 2005, *World Economic Outlook, September 2005: Does Inflation Targeting Work in Emerging Markets?* (Washington).
- Beck, T., S. M. Maimbo, I. Faye, and T. Triki, 2011, *Financing Africa: Through the Crisis and Beyond*. (Washington: World Bank).
- Bhattacharya, R., I. Patnaik, and A. Shah, 2011, "Monetary Policy Transmission in an Emerging Market Setting," IMF Working Paper 11/5 (Washington: International Monetary Fund).
- Broda, C., 2004, "Terms of Trade and Exchange Rate Regimes in Developing Countries," *Journal of International Economics*, Vol. 63, No. 1, pp. 31-58.
- Caballero, R. J., and A. Krishnamurthy, 2004, "Fiscal Policy and Financial Depth," NBER Working Paper No. 10532 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Calderon, C., and K. Schmidt-Hebbel, 2008, "Business Cycles and Fiscal Policies: The Role of Institutions and Financial Markets," Working Paper Central Bank of Chile No. 481.
- Canales-Kriljenko, J. I., 2004, "Foreign Exchange Market Organization in Selected Developing and Transition Economies: Evidence from a Survey," IMF Working Paper 04/4 (Washington: International Monetary Fund).
- Ferhani, H. J., M. R. Stone, S. Shimizu, and A. Nordstrom, 2008, *Developing Essential Financial Markets in Smaller Economies: Stylized Facts and Policy Options*, IMF Occasional Paper No. 265 (Washington, International Monetary Fund).
- Gulde, A. M., C. A. Pattillo, J. Christensen, K. J. Carey, and S. Wagh, 2006, *Sub-Saharan Africa: Financial Sector Challenges* (Washington: International Monetary Fund).

International Monetary Fund, 2007, "Globalization, Financial Markets, and Fiscal Policy." Available via the internet: www.imf.org/external/np/pp/2007/eng/111607a.pdf

International Monetary Fund, 2004, "Monetary Policy Implementation at Different Stages of Market Development." Available via the internet: www.imf.org/external/np/mfd/2004/eng/102604.htm

Lin, S. and H. Ye, 2011, "The Role of Financial Development in Exchange Regime Choices," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 30, Issue 4, pp. 641-659.

Mishra, P., P. J. Montiel, and A. Spilimbergo, 2010, "Monetary Transmission in Low-Income Countries: Effectiveness and Policy Implications," IMF Working Paper 10/223. (Washington: International Monetary Fund).

Saxegaard, M., 2006, "Excess Liquidity and the Effectiveness of Monetary Policy: Evidence from Sub-Saharan Africa," IMF Working Paper 06/115 (Washington: International Monetary Fund).

Schmidt-Hebbel, K., 2010, "Macroeconomic Regimes, Policies, and Outcomes in the World," *Estudios de Economía*, Vol. 37, No. 2, pp. 161-187.

II. PROFONDEUR DU SECTEUR FINANCIER ET VOLATILITÉ MACROÉCONOMIQUE⁵

Cette note offre de nouvelles preuves empiriques de la relation qui existe entre la profondeur du secteur financier et la volatilité macroéconomique agrégée dans un certain nombre de pays à marché émergent et à faible revenu (PFR). L'analyse suggère que la production réelle par habitant, la consommation et la croissance des investissements par habitant subissent des fluctuations moins marquées dans les pays où les systèmes financiers sont plus développés. L'analyse empirique fait aussi apparaître une relation en U entre la profondeur du secteur financier et la volatilité. Au-delà d'un certain niveau, la profondeur du secteur financier se traduit par une volatilité accrue de la consommation et de l'investissement

28. Fondements théoriques et empiriques. Un ensemble de preuves théoriques et empiriques indiquent que les institutions financières et les marchés contribuent à la diversification des risques et réduisent la vulnérabilité des entreprises, des industries et des ménages aux chocs extérieurs, ce qui lisse la volatilité.

- La littérature théorique décrit divers mécanismes par lesquels le développement financier peut influencer sur la volatilité macroéconomique. Aghion et al (1999) mettent au point un modèle théorique qui combine les imperfections du marché financier et l'accès inégal aux opportunités d'investissement. Ils montrent que les économies dont les systèmes financiers sont peu développés ont tendance à être plus volatiles, car l'offre et la demande de crédit ont tendance à être plus cycliques. Acemoglu et Zilibotti (1997) mettent en exergue le rôle que joue la diversification pour réduire les risques et minimiser les fluctuations cycliques. Les imperfections du marché financier et les asymétries sous-jacentes de l'information peuvent aussi avoir leur part dans la propagation des chocs du secteur réel par le biais du crédit. Par exemple, les chocs au patrimoine net des emprunteurs peuvent exacerber les fluctuations macroéconomiques si le marché du crédit présente des imperfections (Bernanke et Gertler, 1990). De même, Kiyotaki et Moore (1997) et Greenwald et Stiglitz (1991) montrent comment l'asymétrie de l'information sur les marchés financiers peut accroître les effets temporaires des chocs et les rendre plus persistants.
- Au plan empirique, Aghion et al. (2010) constatent que des systèmes financiers profonds sont susceptibles d'alléger les contraintes de liquidités qui pèsent sur les entreprises et de faciliter les investissements à long terme, ce qui réduit la volatilité de l'investissement et de la croissance. Raddatz (2006) relève que les secteurs dont les besoins en liquidités sont plus importants sont plus volatils et souffrent de crises plus graves dans les pays financièrement sous-développés. De même, l'accès au financement bancaire minimise la volatilité de la production au niveau industriel

⁵ Préparé par Era Dabla-Norris (Département de l'élaboration et de l'examen des politiques) et Srivisal Narapong (stagiaire, Département de l'élaboration et de l'examen des politiques).

car les secteurs qui connaissent des difficultés financières contractent des emprunts contre-cycliques (Larrain, 2006). Au niveau des ménages, on constate que l'accès aux services financiers permet de mieux lisser les risques (c'est-à-dire, les écarts entre le revenu effectif et le revenu moyen). L'accès à l'épargne peut aussi faciliter l'achat de biens de même que d'autres dépenses élevées lorsque le crédit n'est pas disponible ou est trop onéreux (Kaboski et Townsend, 2005), et peut à long terme, alléger les contraintes qui pèsent sur le crédit.

29. Preuves ambiguës au niveau macro. Au niveau agrégé toutefois, les preuves donnent une image quelque peu plus ambiguë, car des systèmes financiers profonds peuvent aussi aggraver les chocs. Par exemple, Obstfeld (1994) avance que si le secteur financier offre les outils permettant de se préserver de certains risques (par exemple, des instruments d'épargne et des produits d'assurances), les entrepreneurs peuvent choisir d'investir dans des projets dont les risques et les rendements sont élevés plutôt que dans des projets dont les risques et les rendements sont faibles, ce qui pourrait exacerber la volatilité. À l'aide de données de panel pour un grand nombre de pays, Easterly et al. (2000) ont conclu que le niveau de crédit au secteur privé par rapport au PIB avait un important effet de lissage de la volatilité de la production, mais seulement jusqu'à un certain point (environ 100 % du PIB) au-delà duquel la volatilité augmente. De même, Denizer et al. (2002) relèvent une relation négative entre les diverses mesures de profondeur du système bancaire et la volatilité de la consommation et de l'investissement, mais pas lorsqu'il s'agit de la volatilité de la production. Beck et al. (2006), néanmoins, démontrent que des systèmes financiers plus développés amortissent les chocs budgétaires mais peuvent aggraver les chocs monétaires. La récente crise financière mondiale suggère aussi que même si la profondeur financière peut contribuer à réduire l'impact des chocs du secteur réel, elle peut propager les chocs du secteur financier, ce qui accroît la volatilité macroéconomique.

30. Cette note. Cette note offre des preuves nouvelles sur la relation qui existe entre la profondeur du secteur financier et la volatilité macroéconomique dans les pays en développement. Contrairement aux études précédentes, nous faisons appel à une analyse dynamique des données de panel à l'aide de la méthode des moments généralisés (GMM) afin de contrôler la causalité inverse potentielle entre la profondeur du secteur financier et la volatilité. De plus, les études précédentes regroupaient des données pour des pays qui étaient à des niveaux de développement différents (par exemple, des pays avancés et des pays en développement), ce qui peut déboucher sur des conclusions incorrectes. Notre analyse porte uniquement sur les PFR et sur les pays à marché émergent qui, historiquement, ont eu tendance à être plus volatils.

A. Définition de la méthodologie

31. Définition de référence. La régression de base estimée établit le rapport entre la volatilité macroéconomique ($V_{i,t}$) à un moment t pour un pays i et la profondeur du secteur financier ($FD_{i,t}$) et un ensemble de contrôles ($X_{i,t}$).

$$V_{i,t} = \beta X_{i,t} + \gamma FD_{i,t} + \mu_i + u_{i,t} \quad (1)$$

Pour contrôler la possibilité d'une causalité inverse entre la volatilité et la profondeur financière, nous effectuons des régressions dynamiques de panel à l'aide d'une procédure GMM avec deux équations (système) comme dans Arellano et Bover (1995). Notre échantillon couvre 78 PFR et marchés émergents pendant la période 1974-2008. Pour lisser les fluctuations cycliques, on établit la moyenne de toutes les variables continues sur des périodes consécutives de cinq ans qui ne se chevauchent pas.

32. Variables. On utilise d'autres mesures de la volatilité et de la profondeur du système financier pour évaluer la solidité des résultats empiriques. Nous faisons la distinction entre la volatilité macroéconomique globale (croissance de la production par habitant réelle) et la volatilité sectorielle (croissance de la consommation et de l'investissement par habitant réels). Selon les conventions, on mesure la volatilité en prenant l'écart type simple (sans conditions) de la variable pertinente. Compte tenu de la nature pluridimensionnelle de l'approfondissement du secteur financier, on utilise quatre différentes mesures de la profondeur du système bancaire (en pourcentage du PIB) : (i) le total des passifs liquides (Passifs); (ii) les avoirs des banques dépositaires (Actifs); (iii) le crédit privé octroyé par les banques dépositaires et autres institutions financières (Crédit) et (iv) les dépôts dans les institutions financières (Dépôts). Le vecteur des variables de contrôle inclut le PIB réel par habitant (pour contrôler la taille économique), les taux de croissance du PIB réel par habitant, la consommation ou l'investissement, l'inflation, le solde de l'administration centrale, l'ouverture du commerce, l'ouverture financière, une variable de substitution pour les crises financières et un indice de l'environnement politique (pour contrôler la qualité institutionnelle) de même que la volatilité du taux de change réel.

33. Relations bivariées. Les régressions simples bivariées font apparaître une corrélation négative entre la profondeur du secteur financier et la volatilité. Le graphique II.1 p représente chaque mesure de la profondeur financière par rapport à la volatilité de la croissance du PIB réel par habitant, de la consommation et de l'investissement sur la période couverte par l'ensemble des données. On voit aussi sur les graphiques les droites linéaires d'ajustement et l'intervalle de confiance de 95 % qui indiquent que la volatilité des pays dont les systèmes bancaires sont plus profonds connaissent une volatilité moindre. Ces résultats restent valables à différentes périodes (qui ne sont pas présentées ici).

B. Résultats empiriques

34. Lissage de la volatilité. Conformément aux régressions bivariées, le Tableau II.1 montre que la profondeur du système bancaire joue un rôle majeur et statistiquement significatif pour lisser la volatilité macroéconomique. Cette relation est valable pour les différentes valeurs de substitution de la profondeur du système bancaire et de la volatilité du PIB (colonnes 1-4), de la consommation (colonnes 5-9) et de l'investissement par habitant (colonnes 10-12). À l'exception des régressions de la volatilité des avoirs du système bancaire dans le PIB et de l'investissement (colonnes 2, 10), les coefficients des indicateurs de la profondeur bancaire sont négatifs et statistiquement importants dans toutes les régressions, ce qui suggère que les pays dont les systèmes bancaires sont plus profonds sont moins soumis à la volatilité, même avec l'application des variables de contrôle pour les

crises financières. Qui plus est, les estimations ponctuelles sont économiquement significatives, notamment pour les régressions de la consommation et de l'investissement, ce qui suggère que la profondeur financière a un effet particulièrement prononcé pour lisser la volatilité de la consommation et de l'investissement dans les pays en développement.

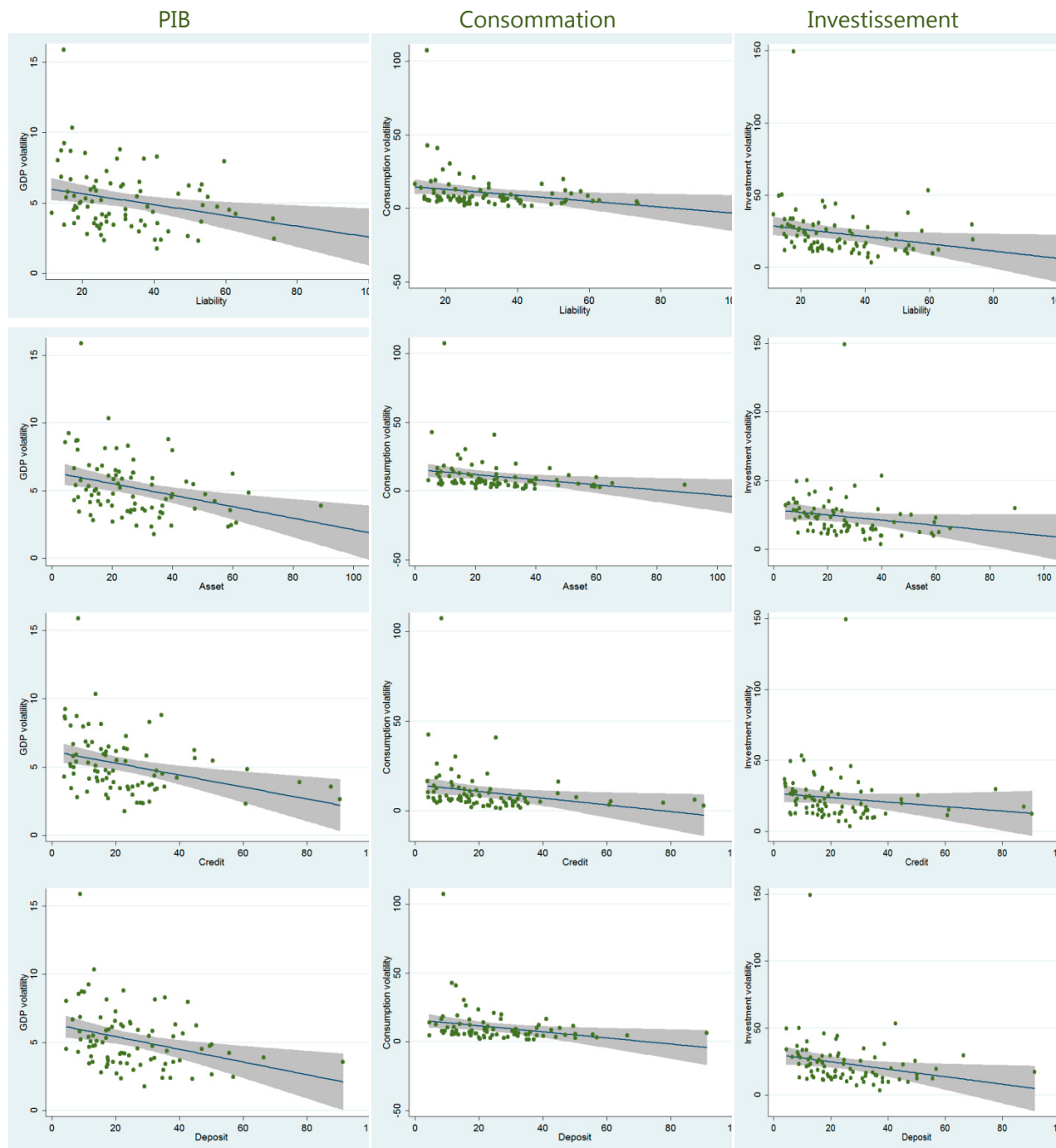
35. Variables de contrôle. En général, les variables de contrôle ont les signes attendus. L'ouverture du commerce est associée à une plus grande variabilité de la consommation et, dans une certaine mesure, de l'investissement, mais pas du PIB. Une volatilité accrue du taux de change est associée à une volatilité plus élevée du PIB et de l'investissement, mais pas à la volatilité de la consommation. On constate également une volatilité économique moins importante dans les pays dont les positions budgétaires sont plus solides. Une meilleure qualité des institutions est associée à une variabilité moins forte de la consommation, mais pas du PIB et de l'investissement. Enfin, les crises financières sont associées à des fluctuations plus marquées de la croissance du PIB et de l'investissement.

36. Régression augmentée. La régression de base est augmentée pour étudier la présence de non-linéarités dans l'impact de la profondeur du secteur financier sur la volatilité macroéconomique. En particulier, on prévoit l'effet non linéaire éventuel de la profondeur financière sur la volatilité macroéconomique en utilisant une approximation polynomiale de second degré pour la profondeur financière :

$$V_{i,t} = \beta X_{i,t} + \gamma_1 FD_{i,t} + \gamma_2 FD_{i,t}^2 + \mu_i + u_{i,t} \quad (2)$$

Graphique II.1 Profondeur moyenne du secteur financier et volatilité macroéconomique moyenne, 1974-2008

(droites linéaires d'ajustement et intervalles de confiance 95 %)



Source: Calcul des auteurs.

Le Tableau II.2 rend compte des estimations du modèle de référence élargi par la méthode GMM. En général, les résultats suggèrent un effet en U de la profondeur financière sur la volatilité macroéconomique. Un système financier profond semble réduire la volatilité des agrégats macroéconomiques, mais jusqu'à certain seuil. D'après l'équation qui précède, l'impact du développement financier sur la volatilité est donné par $\gamma_1 + 2\gamma_2 FD_{i,t}$. Par conséquent, le seuil auquel l'impact du développement financier sur la volatilité passe du négatif au positif (c'est-à-dire qu'il aggrave la volatilité) est

$$Threshold = -\frac{\gamma_1}{2\gamma_2} \quad (3)$$

37. Effets de seuil. Les seuils estimés pour la profondeur du système bancaire au-delà desquels la volatilité de la consommation et de l'investissement augmente peuvent être calculés à l'aide de l'équation (3). Nous réalisons des tests F conjoints pour les coefficients de premier et de second degré des mesures de la profondeur financière (les hypothèses nulles que γ_1 et $\gamma_2 \neq 0$) et le test Wald pour les seuils. On estime que les seuils des avoirs des banques et du crédit privé sont supérieurs à 100 % du PIB pour la consommation, et supérieur à 70 % du PIB pour l'investissement. Au-delà de ces niveaux, la volatilité de la consommation et des investissements augmente avec le niveau de profondeur financière. Pour les régressions de la volatilité du PIB, soit le test conjoint échoue, soit l'intervalle de confiance de 95 % pour le seuil est supérieur au niveau maximum de profondeur du système bancaire dans l'ensemble des données pour la plupart des variables du secteur financier. De plus, ce résultat est sensible à la spécification du modèle. Par conséquent, nous ne pouvons pas conclure avec certitude qu'il existe un seuil au-delà duquel une plus grande profondeur financière aggrave la volatilité de la croissance du PIB.

38. Avantages de la profondeur du secteur financier dans les PFR en matière de macro-stabilité. Les seuils estimés au-dessus desquels la profondeur financière accroît la volatilité dépassent les niveaux observés dans la plupart des PFR. Le tableau qui suit présente la synthèse statistique de base (de la moyenne sur cinq ans) de la profondeur du système financier pour les PFR dans notre jeu de données. Il est intéressant de noter que tous ces pays ont des niveaux de profondeur financière inférieurs aux estimations ponctuelles des seuils, ce qui suggère que l'impact non linéaire sur la volatilité est différent selon l'expérience des marchés émergents. Cela indique que l'approfondissement financier peut jouer un rôle avantageux pour lisser la volatilité macro-économique dans les PFR.

VARIABLES	Unité	Moyenne	ET	Minimum	Maximum
Passif	Pourcentage du PIB	23,721	10,553	0,653	70,301
Actif	Pourcentage du PIB	17,199	10,294	2,704	64,205
Crédit	Pourcentage du PIB	13,529	8,395	1,393	40,038
Dépôts	Pourcentage du PIB	16,096	9,403	2,896	55,466

Références

- Acemoglu, D., and F. Zilibotti, 1997, "Was Prometheus Unbound by Chance? Risk, Diversification, and Growth," *Journal of Political Economy*, Vol. 105, No.4, pp. 709-751.
- Aghion, P., A. Banerjee, and T. Piketty, 1999, "Dualism and Macroeconomic Volatility," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 114, No.4, pp. 1359-1397.
- Aghion, P., G. Angeletos, A. Banerjee, and K. Manova, 2010, "Volatility and Growth: Credit Constraints and the Composition of Investment," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 57, pp. 246-65.
- Beck, T., M. Lundberg, and G. Majnoni, 2006, "Financial Intermediary Development and Growth Volatility: Do Intermediaries Dampen or Magnify Shocks," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 25, pp. 1146-1167.
- Bernanke, B., and M. Gertler, 1990, "Financial Fragility and Economic Performance," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 105, No.1, 87-114.
- Denizer, C., M. Iyigun, and A. Owen, 2002, "Finance and Macroeconomic Volatility," World Bank Policy Research Working Paper No. 2487 (Washington: Banque mondiale).
- Greenwald, B., and J. Stiglitz, 1991, "Financial Market Imperfections and Business Cycles," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, No. 1, 77-114.
- Easterly, W., R. Islam, and J. Stiglitz, 2000, "Shaken and Stirred: Explaining Growth Volatility." Disponible sur Internet : <http://econ.worldbank.org/external/default/main?theSitePK=477872&contentMDK=20340423&menuPK=814941&pagePK=64168182&piPK=64168060>
- Kaboski, J., and R. Townsend, 2005, "Policies and Impact: An Analysis of Village-Level Microfinance Institutions," *Journal of the European Economic Association*, Vol. 3, pp. 1-50.
- Kiyotaki, N., and J. Moore, 1997, "Credit Cycles," *Journal of Political Economy*, Vol. 105, No.2, pp. 211-248.
- Larrain, B., 2006, "Do Banks Affect the Level and Composition of Industrial Volatility," *Journal of Finance*, Vol. 61, pp. 1897-1925.
- Obstfeld, M., 1994, "Risk-Taking, Global Diversification, and Growth," *American Economic Review*, *American Economic Association*, Vol. 84(5), pp. 1310-29.
- Raddatz, C., 2006, "Liquidity Needs and Vulnerability to Financial Underdevelopment," *Journal of Financial Economics*, Vol. 80, pp. 677-722.

Tableau II.1 Estimations avec la méthode GMM pour le modèle élargi
 (Variable dépendante : écarts types de la croissance du PIB, de la consommation et de l'investissement)

VARIABLES	PIB				Consommation				Investissements			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
Profondeur du système bancaire												
Passif	-0.0289*				-0.127**				-0.195**			
	(0.0149)				(0.0606)				(0.0778)			
Actif		-0.0119				-0.0900*				-0.0915		
		(0.0119)				(0.0517)				(0.0630)		
Crédit			-0.0155*				-0.0756**				-0.117*	
			(0.00805)				(0.0367)				(0.0608)	
Dépôts				-0.0365**				-0.147***				-0.208***
				(0.0142)				(0.0482)				(0.0733)
Contrôles												
PIB initial par habitant	0.0188	0.0214	0.0373	-0.0664	-0.123	-0.0321	0.0345	-0.120	0.266	0.330	0.520	0.253
	(0.0902)	(0.0998)	(0.0894)	(0.113)	(0.276)	(0.260)	(0.262)	(0.230)	(0.390)	(0.333)	(0.485)	(0.470)
Ouverture du commerce	0.0135	0.0111	0.0153	0.0141	0.0749**	0.0662**	0.0644**	0.0785**	0.0679*	0.0460	0.0607	0.0661
	(0.00903)	(0.0102)	(0.00957)	(0.0111)	(0.0371)	(0.0300)	(0.0260)	(0.0325)	(0.0380)	(0.0391)	(0.0485)	(0.0545)
Ouverture financière	0.0123	0.000528	-0.00902	0.00564	0.271	0.320	0.312	0.271	0.00868	-0.0134	-0.0667	0.0464
	(0.0327)	(0.0326)	(0.0384)	(0.0317)	(0.168)	(0.213)	(0.213)	(0.196)	(0.226)	(0.246)	(0.242)	(0.221)
Qualité des institutions	-0.0133	-0.0174	-0.0179	-0.0169	-0.0736*	-0.0765*	-0.0769*	-0.0699	-0.0822	-0.0965	-0.109	-0.0880
	(0.0175)	(0.0128)	(0.0136)	(0.0141)	(0.0428)	(0.0432)	(0.0427)	(0.0489)	(0.128)	(0.0983)	(0.113)	(0.130)
IPC	-0.00372	-0.00619	-0.000793	0.00575	0.0974	0.107	0.130	0.108	-0.0518	-0.0785	-0.0225	-0.0406
	(0.0145)	(0.0168)	(0.0175)	(0.0141)	(0.0808)	(0.0992)	(0.101)	(0.0964)	(0.105)	(0.0882)	(0.120)	(0.116)
Solde de l'État	-0.165	-0.155*	-0.163*	-0.173*	-0.462**	-0.365	-0.428*	-0.407	-0.733*	-0.484	-0.570*	-0.679
	(0.106)	(0.0879)	(0.0958)	(0.0949)	(0.208)	(0.242)	(0.237)	(0.250)	(0.423)	(0.364)	(0.303)	(0.448)
Volatilité du taux de change	0.0882*	0.114**	0.113**	0.0806*	0.132	0.219	0.195	0.137	0.513	0.546*	0.500	0.483
	(0.0447)	(0.0455)	(0.0449)	(0.0432)	(0.226)	(0.267)	(0.275)	(0.234)	(0.331)	(0.279)	(0.329)	(0.363)
Crise bancaire (variable de substitution)	1.323	1.643**	1.625**	1.283*	-2.032	-2.123	-1.714	-2.027	8.610	11.07***	10.42*	8.609
	(0.799)	(0.631)	(0.703)	(0.721)	(2.062)	(2.389)	(2.271)	(2.203)	(5.898)	(4.022)	(5.815)	(7.010)
Volatilité décalée	-0.0903	-0.116	-0.171**	-0.118*	0.0465	0.0542	0.0786	0.0468	0.0806	0.105	0.0105	0.0324
	(0.0899)	(0.0711)	(0.0788)	(0.0692)	(0.0697)	(0.0659)	(0.0904)	(0.0746)	(0.187)	(0.151)	(0.182)	(0.189)
Croissance du PIB par habitant	-0.136*	-0.167*	-0.141	-0.147*								
	(0.0777)	(0.0848)	(0.0866)	(0.0825)								
Croissance de la consommation par habitant					-0.304	-0.256	-0.268	-0.266				
					(0.291)	(0.261)	(0.251)	(0.253)				
Croissance des investissements par habitant									0.0398	-0.0218	0.108	0.0328
									(0.222)	(0.182)	(0.221)	(0.204)
Observations	428	429	431	429	320	320	321	320	320	320	321	320
Nombre de pays	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78
Valeur-p test Hansen	0.686	0.794	0.850	0.700	0.767	0.764	0.749	0.718	0.899	0.916	0.625	0.847
Valeur-p test A-B AR(2)	0.233	0.271	0.182	0.283	0.398	0.402	0.382	0.399	0.851	0.789	0.912	0.936

Erreurs types corrigées par Windmeijer (2005) entre parenthèses (***) p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1). Des variable de substitution pour la période et une constante ont été incluses, mais ne sont pas communiquées.

Tableau II.2 Estimations avec la méthode GMM pour le modèle élargi
(Variable dépendante: écarts types de croissance du PIB, de la consommation et de l'investissement)

VARIABLES	PIB				Consommation				Investissements			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)
Passif	-0.0261 (0.0426)				0.000696 (0.0914)				-0.264 (0.164)			
Carré du passif	-9.29e-06 (0.000340)				-0.000863 (0.000814)				0.00104 (0.00132)			
Actif		-0.0384 (0.0368)				-0.145* (0.0837)				-0.385*** (0.138)		
Carré de l'actif		0.000245 (0.000274)				0.000570 (0.000650)				0.00247** (0.00106)		
Crédit			-0.0558 (0.0338)				-0.133* (0.0791)				-0.504*** (0.123)	
Carré du crédit			0.000381 (0.000262)				0.000640 (0.000625)				0.00350*** (0.000992)	
Dépôts				-0.0590 (0.0399)				-0.0788 (0.121)				-0.330* (0.174)
Carré des dépôts				0.000305 (0.000325)				-0.000397 (0.00111)				0.00185 (0.00163)
Valeur-p pour PF conjointe	0.0528	0.493	0.227	0.0580	0.0321	0.0192	0.0406	0.0187	0.0224	0.0148	0.000355	0.0231
Seuil	-1408	78.49	73.22	96.56**	0.403	127.6*	103.8**	-99.16	127.1	78.05***	72.03***	89.19***
Seuil SE	53723	21.53	13.91	42.75	52.61	79.97	46.00	424.2	90.17	10.84	7.262	37.43
Seuil statistique-t	-0.0262	3.645	5.262	2.259	0.00766	1.596	2.256	-0.234	1.410	7.202	9.920	2.383
Observations	428	429	431	429	320	320	321	320	320	320	321	320
Code_nombre de pays	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78	78
Valeur-p test Hansen	0.968	0.934	0.926	0.967	0.812	0.709	0.932	0.772	0.861	0.712	0.712	0.772
Valeur-p test A-B AR(2)	0.222	0.315	0.192	0.314	0.426	0.378	0.426	0.472	0.906	0.995	0.728	0.839

Erreurs types corrigées par Windmeijer (2005) entre parenthèses (***) $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$). Des variables de substitution pour la période et une constante ont été incluses, mais ne sont pas communiquées.

III. APPROFONDISSEMENT FINANCIER : UN COMPARATIF TEMPOREL ET TRANSVERSAL⁶

Cette note présente des données synthétiques sur les récents schémas d'approfondissement du secteur financier des pays à faible revenu et émergents, et entre les PFR eux-mêmes. Portant sur les marchés et sur les institutions financières, la note montre les modes d'intermédiation, l'efficacité de l'allocation des fonds et les modalités générales d'accès aux financements.

39. Approfondissement financier. L'approfondissement financier est un processus à plusieurs facettes qui fait interagir une série de marchés (primaire, secondaire et de détail), d'instruments (dépôts, prêts, de change, obligations et titres d'endettement) et d'intervenants (banques, institutions d'épargne contractuelle, entreprises). Il peut se définir comme un processus dans lequel les institutions et les marchés financiers : i) facilitent l'échange de biens et services (services de paiements par exemple); ii) mobilisent et mutualisent l'épargne d'un grand nombre d'investisseurs; iii) acquièrent et traitent des informations sur les entreprises et les projets d'investissement potentiels, allouant ainsi l'épargne publique aux fins les plus productives; iv) suivent les investissements et exercent la gouvernance d'entreprise; v) diversifient et réduisent le risque de liquidité et le risque inter temporel (Levine, 2005; King et Levine, 1993). En d'autres termes, l'approfondissement financier peut se comprendre comme un processus par lequel la gamme des produits et des intervenants s'élargit, les échéances s'allongent et les prestations de services jouent un rôle de couverture et de diversification du risque.

40. Indicateurs. Si le concept d'approfondissement financier se définit par les services fournis à l'économie, il est mesuré à partir d'indicateurs quantitatifs portant sur la taille, l'efficacité, la liquidité et la portée des systèmes financiers. De tels indicateurs sont généralement spécifiques à divers segments du secteur financier spécialisés dans la fourniture de différents services financiers⁷. Ainsi, les indicateurs de la profondeur financière couvrent la taille et le degré de liquidité des systèmes financiers, des compagnies d'assurance, des fonds de pension et des marchés de capitaux. En outre, les indicateurs relatifs à l'utilisation des services financiers donnent des informations sur l'accès des ménages et des entreprises aux services financiers.

A. Tendances sectorielles

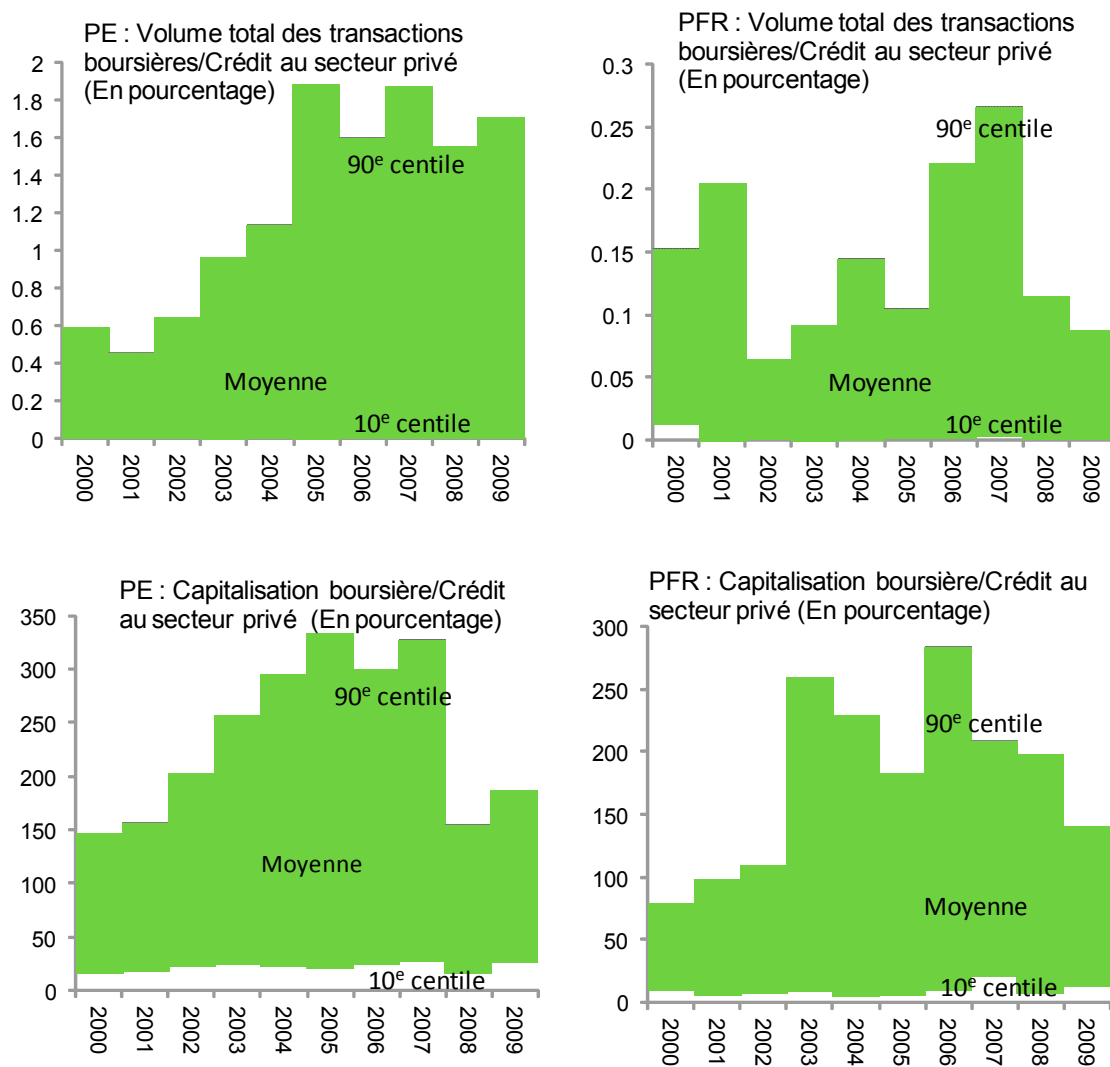
41. Structure financière. Les systèmes financiers des PFR restent largement tributaires des banques. Les banques sont les principaux intervenants dans la chaîne de paiements, les marchés monétaires et de change et elles jouent un rôle important sur le marché des obligations d'État. À

⁶ Préparée par Marco Arena, Sarwat Jahan, Mwanza Nkusu et Ke Wang (tous du Département SPR). Il convient de saluer ici l'important travail d'assistant de recherche réalisé par Di Wang (SPR).

⁷ À titre d'exemple, chaque type de marché offre différentes possibilités d'investissement et un profil de risque différent, et chacun de ces marchés impose des conditions préalables distinctes.

partir de deux indicateurs de la structure financière pour lesquels on dispose d'information sur les PFR, la structure-taille (capitalisation du marché boursier/PIB, divisé par crédit bancaire/PIB) et la structure-activité (volume des transactions boursières/PIB divisé par crédit bancaire/PIB). Le graphique III.1 montre la plus forte pondération du secteur bancaire dans la moyenne des PFR par rapport aux marchés, en comparaison avec les pays émergents.

Graphique III.1 Importance relative des systèmes bancaires dans les PFR et les pays émergents



Sources : mise à jour des séries de Beck, Demirguc-Kunt et Levine (2010) et calculs des services du FMI.

Systèmes bancaires

42. Approfondissement. Les PFR ont approfondi leurs systèmes bancaires au cours des vingt dernières années mais leur taille reste faible, comparée à celle des pays émergents (Graphique III.2).

- Le rythme de l'expansion moyenne du crédit au secteur privé dans les PFR a été plus rapide que dans les pays émergents, multiplié par deux depuis le milieu des années 1990. Toutefois, le ratio moyen des dépôts au PIB a augmenté plus rapidement encore, passant de 16 à 33 % du PIB entre 1995 et 2009. Ceci a entraîné une baisse du ratio prêts/dépôts (de 85 % en 2000 à 73 % en 2009), ce qui indique une faible efficacité de l'intermédiation bancaire. Cette faible efficacité corrobore l'observation selon laquelle, dans de nombreux PFR, les banques préfèrent investir dans les titres publics plutôt que prêter au secteur privé. Cela dénote aussi les difficultés d'accès et la surliquidité structurelle dans certains PFR (Ferhani, *et al*, 2009).
- Si le taux de croissance des passifs liquides est semblable dans les pays émergents et les PFR sur la dernière décennie, le niveau moyen du ratio des passifs liquides au PIB en 2009 est de l'ordre de 45 % dans les pays émergents contre quasiment 30 % dans les PFR. Mais ces moyennes masquent de grandes disparités au sein des PFR. À titre d'exemple, le ratio des passifs bancaires liquides de la tranche supérieure de 10 % des PFR est presque le double de la moyenne des pays émergents.

43. Hétérogénéité. Il y a une grande hétérogénéité des modes d'approfondissement du secteur bancaire dans les PFR. En examinant l'évolution tendancielle des ratios du crédit au secteur privé et des dépôts au PIB sur l'ensemble des régions et suivant les caractéristiques des pays sur la période 2000-2009, les schémas observés sont les suivants (Graphique III.3) :

- Dans les PFR d'Amérique latine et de la Caraïbe et d'Asie la moyenne signale des niveaux de profondeur du système bancaire comparable à la moyenne des pays émergents. En revanche, les PFR d'Afrique subsaharienne et de la région Moyen Orient et Afrique du nord ont tendance à avoir des systèmes bancaires nettement moins profonds.
- Si l'on se réfère aux caractéristiques des pays, ceux qui ne sont pas exportateurs de pétrole ont en général des systèmes bancaires plus profonds que les pays exportateurs de pétrole. En particulier, le ratio moyen crédit au secteur privé/PIB des pays exportateurs de pétrole (qui sont pour la plupart en Afrique subsaharienne et dans la région Moyen Orient et Afrique du nord) ne représente que le quart de celui d'une économie ayant une base d'exportation plus diversifiée. Ceci est conforme aux conclusions de Beck (2011) qui signale un effet de malédiction de la ressource sur le développement financier et découle des contraintes de l'offre (faible recours des entreprises aux financements extérieurs par exemple) et de la piètre qualité de l'intermédiation dans ces pays.

44. Marges de taux d'intérêt importantes. Les banques des PFR prêtent non seulement moins que dans d'autres pays mais aussi à un coût plus élevé (graphique III.4). L'une des caractéristiques les plus frappantes tient aux écarts de taux d'intérêt et à leurs marges élevées qui sont révélateurs des inefficiences du système bancaire. Si les marges de taux d'intérêt nettes, c'est-à-dire l'écart entre

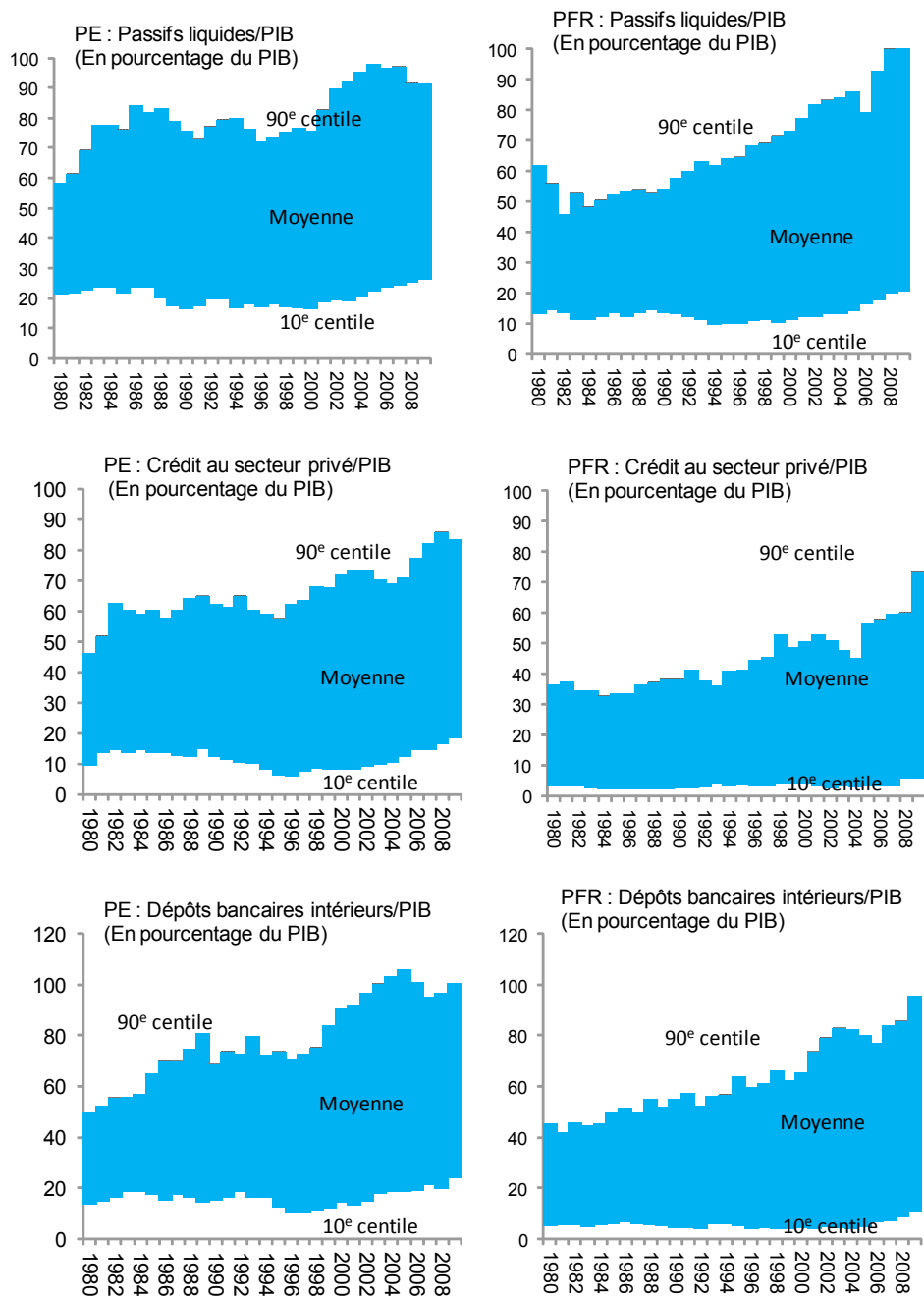
ce que les banques paient pour obtenir de l'argent et ce qu'elles font payer aux utilisateurs du crédit bancaire, ont diminué depuis le milieu des années 1990, elles restent élevées comparées aux pays émergents. Il y a toutefois des disparités entre les PFR, ceux d'Asie présentant en règle générale des structures de coûts beaucoup plus faibles que ceux d'Afrique subsaharienne.

45. Structure d'échéances courte. Les crédits bancaires sont pour la plupart à court terme dans les PFR, comme le montre la structure des échéances figurant à l'actif et au passif des bilans des banques. S'il n'y a pas de données sur la structure des échéances des dépôts et des prêts bancaires pour tous les PFR, celles qui sont disponibles sur 12 pays subsahariens à faible revenu indiquent une prépondérance des échéances courtes (Beck *et al*, 2011). À titre d'exemple, plus de 80 % des dépôts avaient une échéance inférieure à un an et moins de 2 %, une échéance supérieure à 10 ans. La distribution des échéances n'est pas aussi extrême sur les prêts, bien qu'elles présentent un biais pour le court terme. En moyenne, 56 % des prêts avaient une échéance inférieure à 1 an en 2009 et 27 %, une échéance comprise entre 1 et 3 ans. Par contre, la part des crédits à court terme sur le total des crédits était en moyenne de 37 et 28 % respectivement dans les pays à revenu intermédiaire et dans les pays avancés.

Segments non bancaires

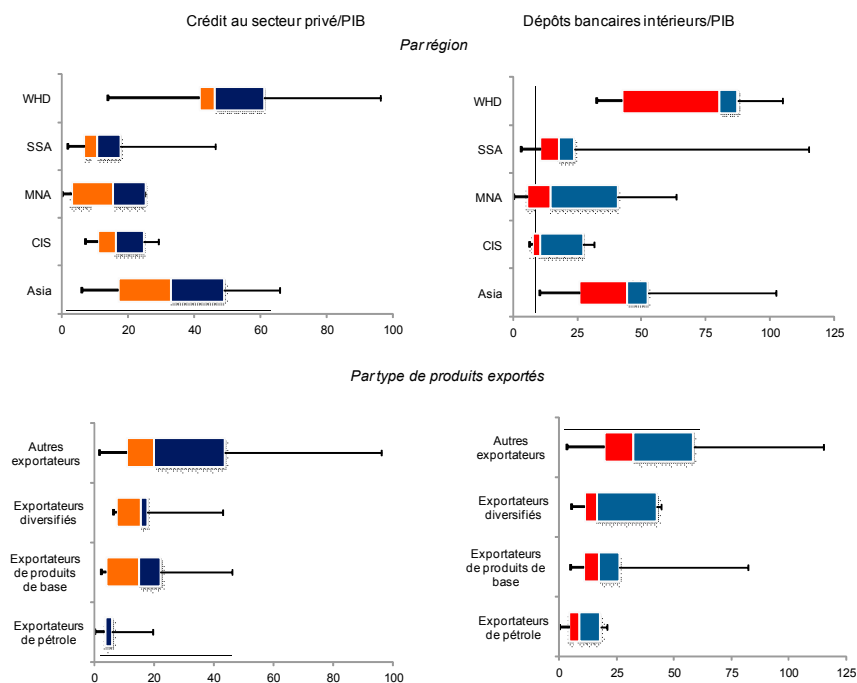
46. Marchés boursiers. Moins de la moitié des PFR ont un marché des valeurs mobilières. Pour les 16 pays sur lesquels des données sont disponibles, le ratio moyen de capitalisation du marché boursier au PIB a plus que doublé depuis le début des années 2000, essentiellement tiré par les marchés en pointe (graphique III.5). La liquidité demeure néanmoins faible et l'accès aux marchés boursiers concentrés sur quelques entreprises, les établissements bancaires et les institutions financières non bancaires constituant une part importante des actions cotées. Par comparaison, le niveau moyen de capitalisation des marchés émergents représentait le triple environ de celui des PFR, avec un volume de transactions beaucoup plus élevé. Les marchés boursiers des pays émergents sont non seulement plus vastes mais ils présentent aussi des volumes de transactions et de liquidité beaucoup plus élevés.

Graphique III.2 Profondeur du système bancaire dans les pays émergents et les PFR



Sources : mise à jour des séries de Beck, Demirguc-Kunt et Levine (2010) et calculs des services du FMI.

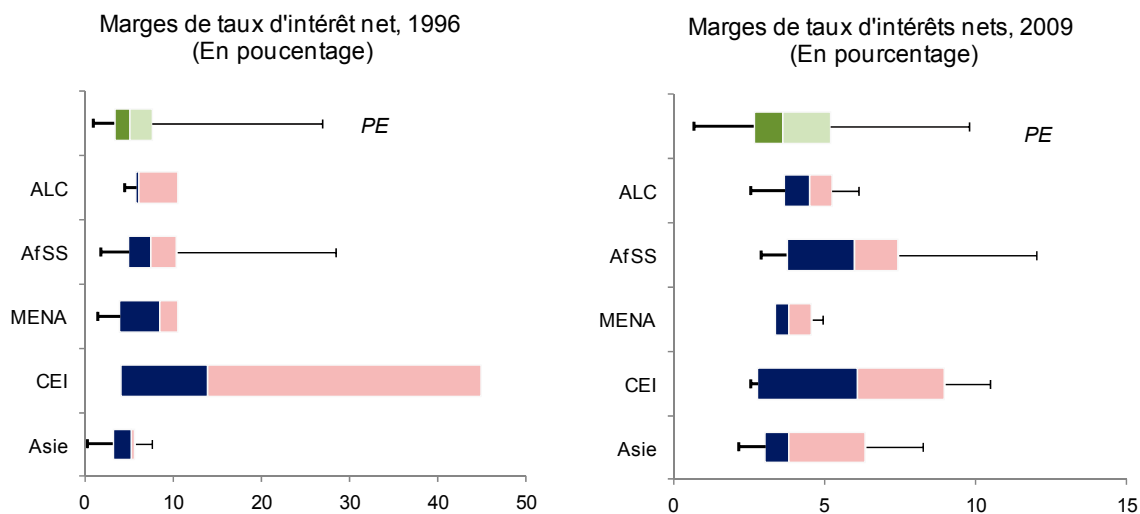
Graphique III.3 Hétérogénéité des modes d'approfondissement dans les PFR, 2000-2009



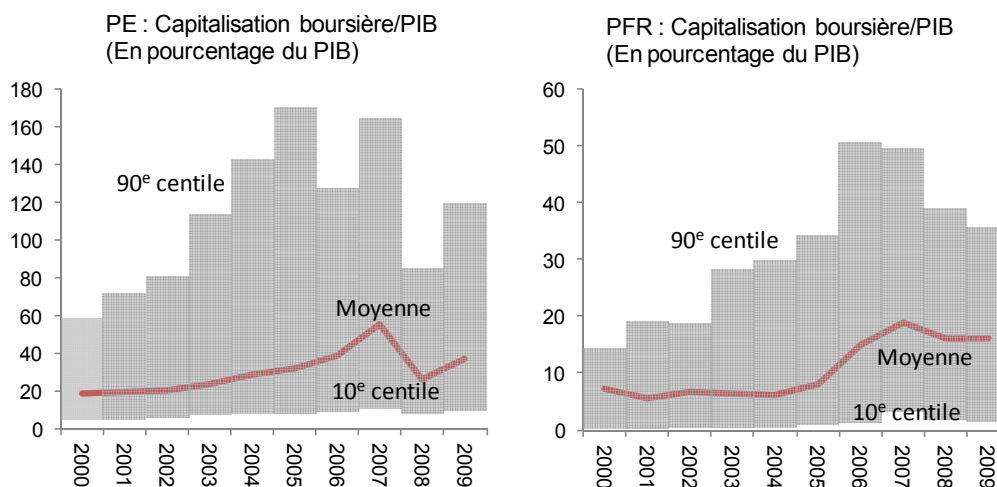
Sources : mise à jour des séries de Beck, Demirguc-Kunt et Levine (2010) et calculs des services du FMI.

Note : Minimum, maximum, moyenne et écarts entre quartiles pour chaque variable pertinente.

Graphique III.4 Marges de taux d'intérêt nettes dans les pays émergents et les PFR



Sources : mise à jour des séries de Beck, Demirguc-Kunt et Levine (2010) et calculs des services du FMI.

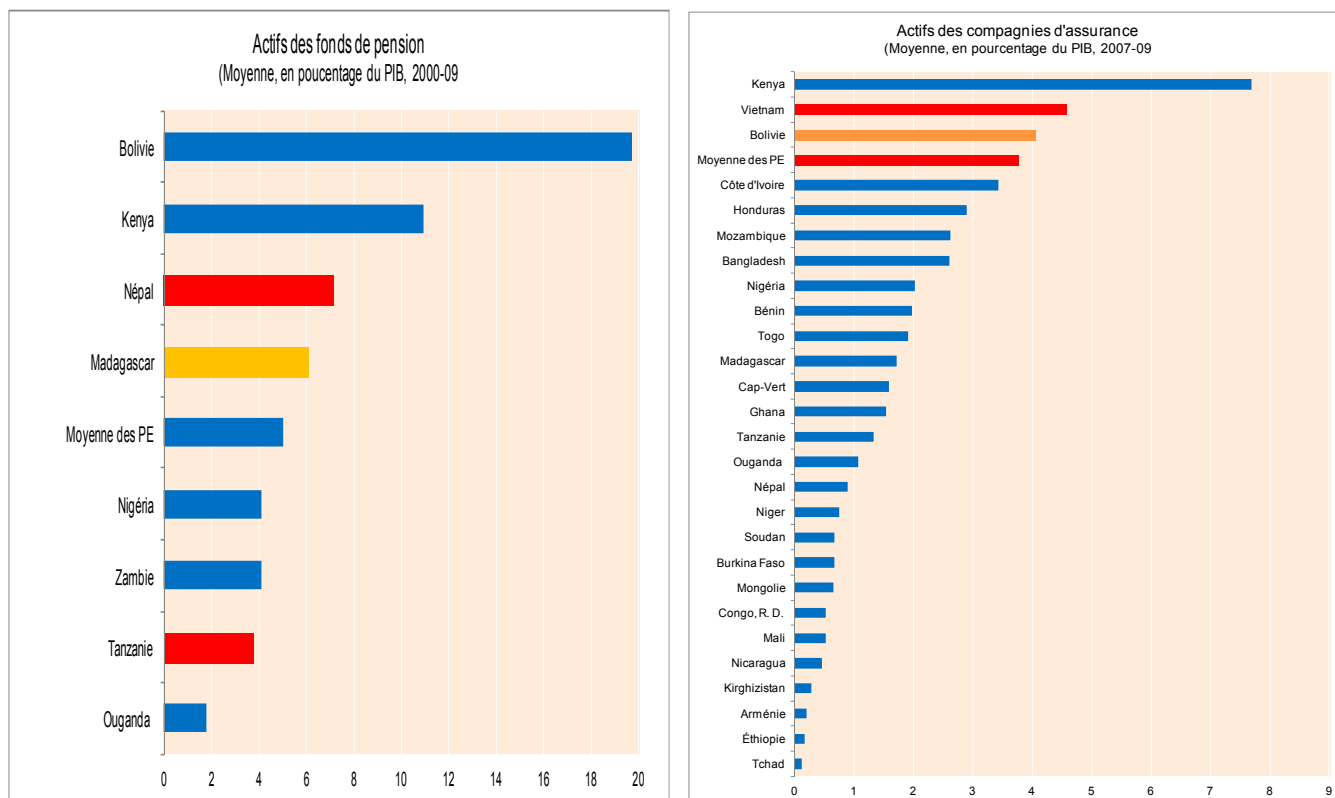
Graphique III.5 Approfondissement financier sur les marchés des valeurs mobilières

Sources : mise à jour des séries de Beck, Demirguc-Kunt et Levine (2010) et calculs des services du FMI.

47. Investisseurs institutionnels (assurances et fonds de pension). En tant que prestataires de services financiers d'épargne à long terme et la mutualisation des risques (assurance maladie, vie, biens immobiliers et chômage par exemple), les compagnies d'assurance et les fonds de pension peuvent favoriser le développement des marchés de capitaux. Les institutions d'épargne contractuelle sont toutefois encore embryonnaires dans la plupart des PFR. Sur la base des données disponibles pour la période 2007-2009, le graphique III. 6 montre que les PFR présentent pour la plupart, des ratios d'actifs des assurances inférieurs à 2 % du PIB. Mais pour un petit nombre de ces pays (Kenya, Vietnam et Bolivie par exemple), ce ratio est plus élevé que la moyenne des pays émergents (3,5 % du PIB). En général, les compagnies d'assurance des PFR concentrent leurs activités sur les segments autres que l'assurance-vie qui constitue une faible part de leurs portefeuilles. Dans le cas des fonds de pension, ceux d'un petit nombre de PFR (Bolivie, Kenya, Népal et Madagascar par exemple) disposent d'actifs qui dépassent la valeur moyenne des pays émergents. Il n'empêche que même dans ces pays, les fonds de pension n'appliquent pas en règle générale, des stratégies d'investissement correspondant à leurs passifs à long terme.

48. Marchés obligataires. La petite taille et la liquidité des sociétés d'investissement de portefeuille et des institutions d'épargne contractuelle se reflètent sur le volet obligataire des marchés de capitaux. Les PFR ont en général augmenté les émissions primaires d'obligations d'État au cours des vingt dernières années, les obligations privées étant limitées à quelques marchés en pointe tels que le Vietnam et le Nigéria. Toutefois, le nombre d'émissions est beaucoup plus réduit dans les PFR que dans les pays émergents (22 émissions souveraines dans les PFR durant les dix dernières années contre 4116 dans les pays émergents). En outre, la plupart des PFR n'ont pas de marchés obligataires secondaires ou ils sont illiquides, quand il en existe.

Graphique III.6 Compagnies d'assurance et fonds de pension



Source: Updated Beck, Demirguc Kunt, and Levine (2010) dataset.

B. Examen de l'hétérogénéité

49. Contexte de l'approfondissement. Les caractéristiques institutionnelles, légales et réglementaires d'une économie donnent le contexte dans lequel les institutions et les marchés financiers opèrent. Ces caractéristiques déterminent le degré de profondeur financière. Nous montrons ci-après comment les modes d'approfondissement varient en fonction de la vigueur des quatre variables dans les PFR : la gouvernance, la protection des investissements, la réglementation applicable aux fonds propres des banques, et le degré d'intégration financière. Pour chacune de ces variables, nous avons scindé l'échantillon entre pays émergents et PFR, et entre le groupe des 33 % du haut et les 66 % du bas. Les pays se trouvant dans la tranche de 33 % du haut de la variable pertinente sont ceux qui disposent des structures institutionnelles et réglementaires les plus robustes (Graphique III.7).

- **Qualité de la gouvernance.** Une gouvernance défailante nuit non seulement la prestation de services financiers obéissant aux lois du marché mais aussi aux tentatives de réformes et aux interventions de l'État visant à pallier les déficiences du marchés (Beck, *et al*, 2011). Par ailleurs,

une mauvaise gouvernance peut nuire à la capacité des institutions et des marchés financiers à gérer les risques systémiques et ceux liés aux particularités locales. Comme l'illustre le graphique III.7, les PFR dont Kaufmann *et al* (2010) fournissent une variable de substitution, présentent des systèmes bancaires plus profonds sur la période 2000-2009, à l'image des résultats des pays émergents où la gouvernance est de qualité, par rapport aux PE et aux PFR à faible gouvernance.

- **Protection des droits contractuels privés.** Le graphique III.7 montre que les PFR dotés de normes rigoureuses de protection des investisseurs⁸ affichent des ratios élevés de crédit au secteur privé et de dépôts bancaires au PIB, par rapport aux PFR où les normes de protection des investisseurs sont moins strictes. De même, les PFR qui ont des exigences de fonds propres bancaires contraignantes présentent une plus grande profondeur financière que les PFR dont les normes de fonds propres sont moins élevées mais les valeurs moyennes sont plus basses que celles des pays émergents dont les normes de fonds propres sont moins strictes.
- **Intégration financière.** Dans le processus d'intégration aux marchés financiers internationaux, les pays peuvent bénéficier d'une large gamme d'instruments et d'instruments de répartition du risque ainsi que de financements et d'institutions de gestion du risque, augmentant de ce fait la profondeur et la portée des systèmes financiers intérieurs (de Gregorio 1996). On observe, à partir d'indicateurs *de facto* du degré d'intégration financière⁹, que les PFR financièrement mieux intégrés disposent de secteurs bancaires plus profonds que les PFR et les pays émergents moins intégrés aux marchés internationaux.

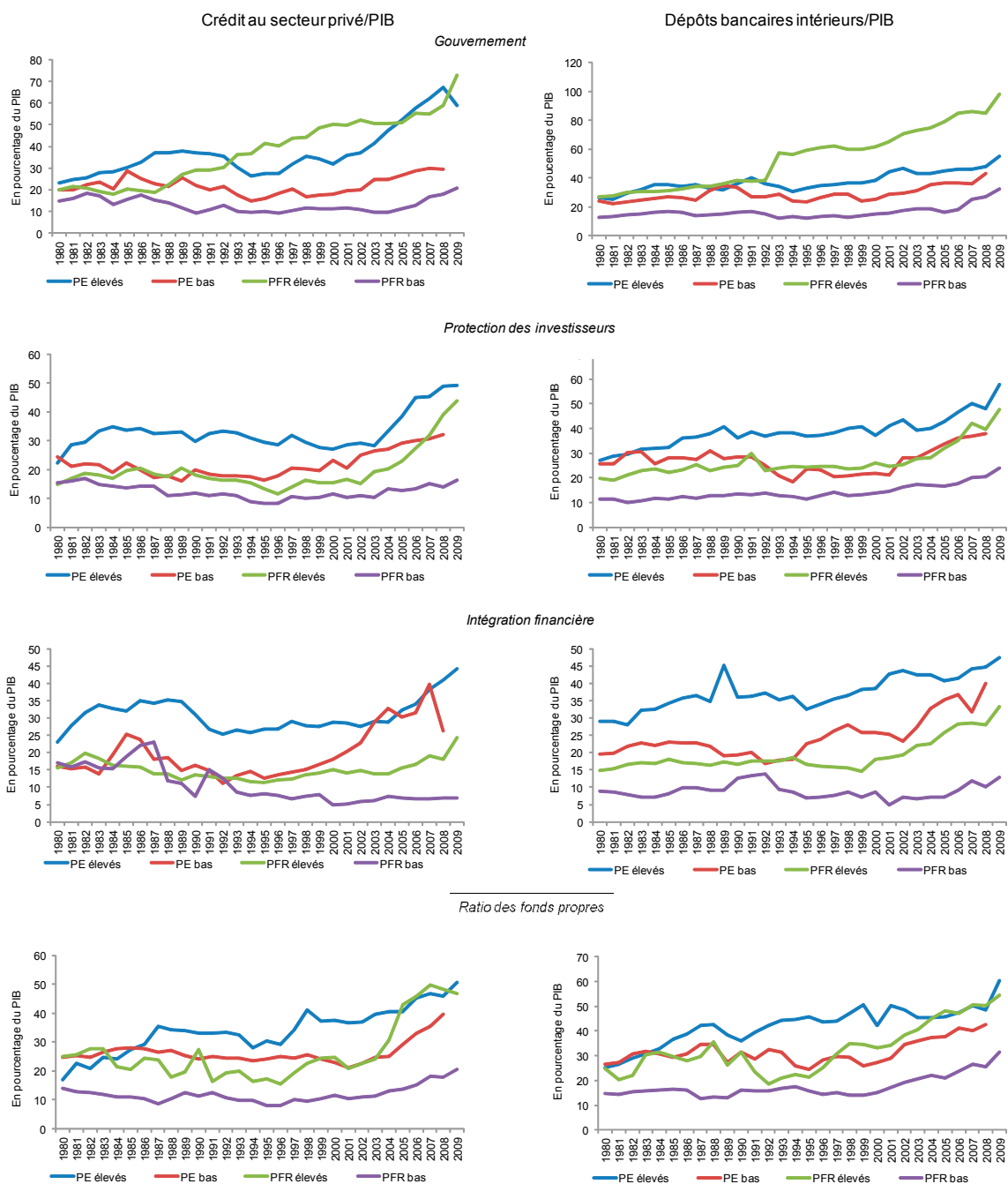
C. Accès aux services financiers dans les PFR

50. Accès et utilisation des services financiers. L'accès et l'utilisation des services financiers par une grande proportion des ménages et des entreprises constituent un élément important du développement financier. En théorie, il faut distinguer l'accès de l'utilisation. L'accès fait référence à l'offre de services financiers de qualité raisonnable et à des coûts raisonnables, ainsi définis par rapport à quelques critères objectifs (Claessens, 2006). Ainsi, l'accès renvoie à une notion d'offre. L'utilisation observée de services financiers est à l'intersection de l'offre et de la demande. De ce fait, la disponibilité de ces services est une condition nécessaire mais non suffisante de l'utilisation généralisée de services financiers.

⁸ La force de l'indice de protection des investisseurs (sur une échelle de 0 à 10) est de distinguer trois aspects : la transparence des transactions avec les parties liées (indice de communication de l'information financière), la responsabilité en cas d'abus de biens sociaux (indice de responsabilité des dirigeants) et la capacité des actionnaires à engager des poursuites judiciaires contre les dirigeants et administrateurs pour mauvaise gestion (indice de facilité des poursuites judiciaires). Les données sont tirées de la base de données du climat des affaires (Doing Business) de la Banque mondiale.

⁹ L'intégration est mesurée par les flux bruts de capitaux privés (somme des entrées et sorties) en pourcentage du PIB (Lane et Milesi-Ferretti, 2010).

Graphique III.7 Mesure de la profondeur financière et de la gouvernance, de la protection des investisseurs et de l'intégration financière



Sources : mise à jour des séries de Beck, Demircug-Kunt et Levine (2010), Kaufmann, *et al* (2010), Banque mondiale. Lane et Milesi-Ferretti, (2010), et calculs des services du FMI.

Note : Haut (bas) correspond au tiers supérieur (deux-tiers inférieurs) de la variable de politique pertinente selon les données de 2002-2009.

51. Mesure. Il est difficile de mesurer l'accès parce que ce qui est observé est l'utilisation des services financiers plutôt que l'accès proprement dit. Les chercheurs se sont néanmoins efforcés d'étudier la disponibilité à partir d'indicateurs quantitatifs, notamment l'accessibilité géographique (donné par le taux de pénétration des agences bancaires ou de GAB), la documentation requise (donné par le nombre de documents à fournir à l'ouverture d'un compte) et le coût (donné par les frais de gestion du compte par exemple). Ces aspects ont une incidence sur l'utilisation des services financiers. Nous examinons l'accès des ménages et des entreprises en comparant les indicateurs de l'utilisation des dépôts et services de prêts entre les pays et par niveau de revenu. Si la profondeur financière et l'accès s'opèrent par plusieurs marchés ou prestataires de service, nous avons restreint notre analyse aux institutions de micro finance (IMF) et aux banques. Les systèmes financiers des PFR étant dominés par les banques, l'accès aux services bancaires devrait être une bonne indication du niveau d'accès aux services financiers.

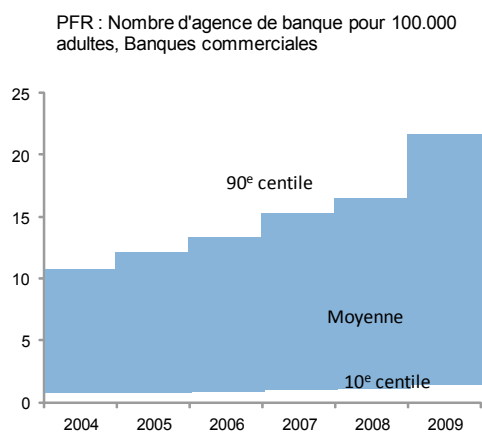
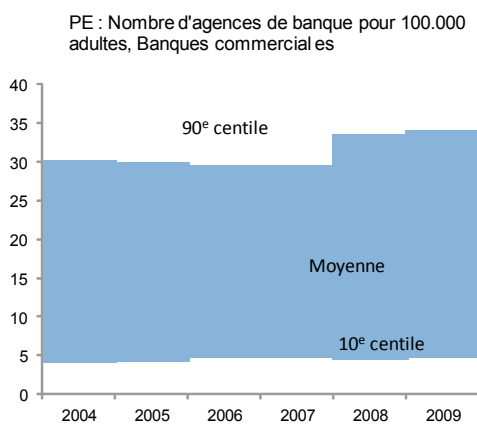
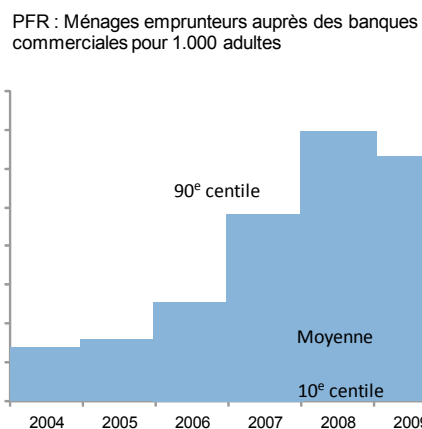
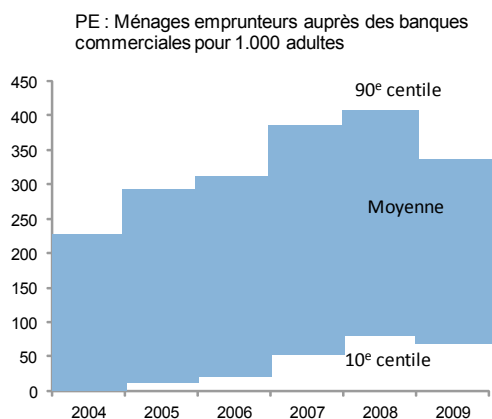
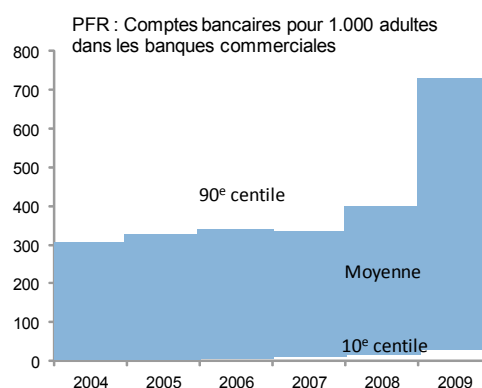
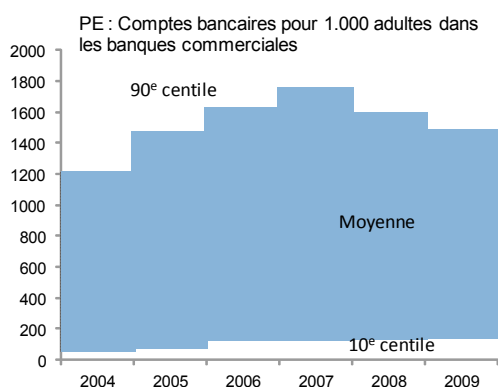
D. Accès des ménages aux services financiers

52. Accès limité des ménages aux services financiers. L'utilisation des services bancaires dans les PFR s'est sensiblement améliorée sur la période 2004–09, mais les PFR accusent encore du retard par rapport aux pays émergents, encore que avec de fortes disparités entre PFR. Sur cette période, le nombre moyen de comptes de dépôts dans les banques commerciales pour 1.000 adultes et le nombre d'agences de banque pour 100.000 adultes a globalement doublé dans les PFR (Graphique III.8). Toutefois, l'écart entre les PFR et les pays émergents s'est accru en termes absolus, les PFR partant d'un niveau très bas. Sur presque tous les indicateurs de l'utilisation de comptes bancaires ou de services de prêts, les moyennes des PFR en 2009 sont en gros inférieures de moitié à celles des pays émergents en 2004.

53. Rôle des IMF. Les IMF contribuent à l'élargissement de l'accès aux dépôts bancaires et aux services de crédit dans les PFR sans pour autant combler les écarts observés quant à l'utilisation des services bancaires. Sur la période 2004–09, l'e recours aux services de dépôts et de crédit des IMF a plus augmenté dans les PFR que dans les pays émergents (Graphique III.9). Cependant, à fin la 2009 et en totalisant les totalisant la détention de comptes de dépôt dans les banques et les IMF, le nombre de comptes de dépôt pour 1.000 habitants des PFR représentait le quart de celui des pays émergents. De même, les PFR comptaient à peine le tiers du nombre d'emprunteurs pour 1.000 personnes observé dans les pays émergents. Ces écarts prononcés entre pays émergents et PFR s'expliquent plus par les différences dans l'utilisation des services bancaires que le recours aux IMF.

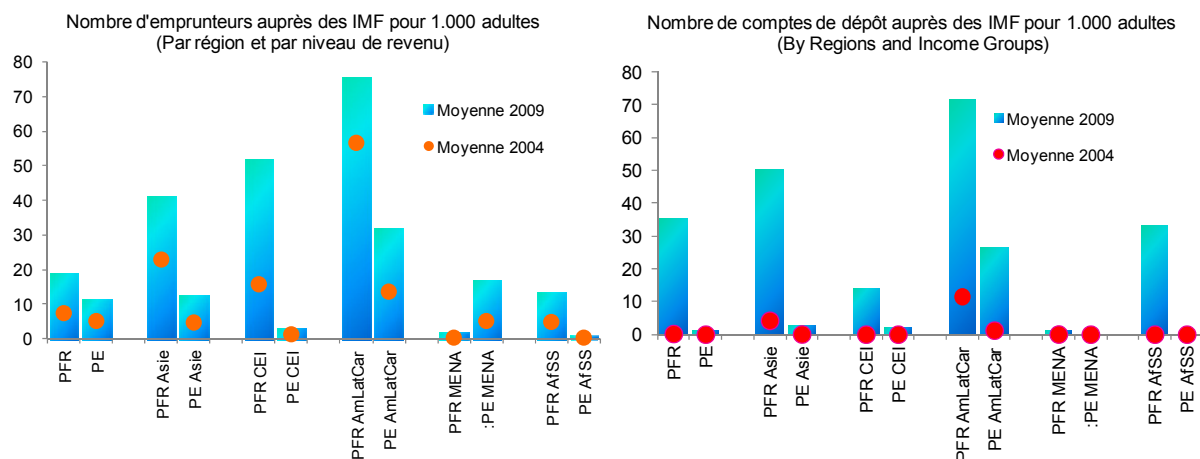
54. Hétérogénéité. Ces différences générales de l'accès aux services bancaires des pays émergents et des PFR masquent de grandes disparités entre régions et entre pays. Entre les régions par exemple, le nombre moyen de dépôts pour 1.000 adultes dans les pays à faible revenu de la Communauté des États indépendants (CEI) dépasse celui des pays émergents. Les chiffres pour les PFR d'Afrique subsaharienne et de la région Moyen Orient et Afrique du nord sont inférieurs à ceux de toutes les régions, tant en ce qui concerne les comptes de dépôt que le nombre de prêts par habitant. Pris individuellement, certains PFR présentent un degré d'accès et d'utilisation des services

Graphique III.8 Accès des ménages et utilisation de services bancaires, 2004-09



Sources : enquête sur l'accès aux services financiers et estimations des services du FMI.

Graphique III.9 Utilisation des services de dépôts et de crédit des IMF par les ménages, 2004 et 2009



Sources : bases de données CGAP et Mixmarket.

bancaires supérieur à la moyenne des pays émergents. Parmi les PFR, ceux d'Asie, de la région Amérique latine et Caraïbe et Afrique subsaharienne sont les trois groupes qui présentent le taux d'utilisation le plus élevé de comptes ouverts dans les IFM, tandis que ceux qui ont le plus recours aux crédits des IMF sont ceux d'Amérique latine et de la Caraïbe, de la CEI et d'Asie. Les PFR de la région Moyen Orient et Afrique du nord sont à la traîne, pays et régions confondus, avec un taux d'utilisation très faible des dépenses et des crédits des IMF (Graphique III.9).

- *Dépôts.* Les moyennes pour les PFR d'Amérique latine-Caraïbe et d'Asie sont respectivement à peu près le double et une fois et demie supérieures à celle de tous les PFR. Les PFR de la CEI accusent du retard par rapport à toutes les régions sauf la région MENA où l'utilisation des services des IMF est marginale.
- *Prêts.* Les PFR d'Amérique latine-Caraïbe et de la CEI sont en tête de toutes les régions avec une moyenne de prêts pour 1.000 personnes de 75½ et 52 respectivement. L'Afrique subsaharienne est en avant dernière position, dépassant uniquement la région MENA.

Hétérogénéité transversale. Considérés en bloc, les PFR recourent plus aux services des IMF que les pays émergents, mais certains comme la R.D. Congo et le Nigéria présentent des taux de pénétration très bas des institutions de micro-finance. Par contre, les taux de pénétration des IMF au Sri Lanka et au Mexique sont supérieurs à la moyenne de l'ensemble des pays à faible revenu.

55. Barrières entravant l'accès. La littérature spécialisée signale un large éventail de barrières à l'accès aux services financiers dans les PFR. Il s'agit notamment de la distance physique, de la discrimination, du manque d'éducation ainsi que des frais élevés et des soldes minimum (Claessens, 2006). D'autres facteurs pertinents sont les coûts de transaction élevés et le nombre de pièces à fournir pour ouvrir un compte ou obtenir un prêt. La distance physique limite la capacité des institutions financières à pénétrer les zones reculées lorsque les infrastructures de transport et de communication sont peu développées. Des institutions de qualité médiocre et les coûts de transaction élevés qui y sont associés dissuadent les banques d'entreprendre des transactions de trop faible ampleur pour qu'elles soient rentables. Ces barrières peuvent limiter l'accès aux services des banques comme des IMF et expliquent l'enracinement des structures financières informelles (associations de crédit/emprunt, de quartier ou de village par exemple) dans les PFR (Townsend, 1994).

56. Preuves empiriques. Les indicateurs de sensibilisation révèlent une corrélation positive avec le niveau général de développement économique, la qualité de l'environnement institutionnel, le degré de partage de l'information sur le crédit et le développement de l'infrastructure physique (Beck *et al*, 2007). Dans le même temps, ces indicateurs présentent une corrélation négative avec le coût d'application des contrats et le degré d'implication de l'État dans le secteur bancaire. De même, Beck *et al* (2008) constatent que les barrières sont plus élevées dans les pays qui imposent des restrictions très strictes à l'entrée et aux activités du secteur bancaire, des normes et une liberté de l'information réduites, et qui disposent d'infrastructures physiques peu développées. En étudiant le cas des caisses d'épargne du Mexique, Aportela (1999) confirme que la distance physique est une entrave majeure à l'utilisation des services d'épargne par les populations démunies.

E. Accès des entreprises aux services financiers

57. Information imparfaite. Déterminer la mesure dans laquelle le recours des entreprises au crédit ou au financement extérieur résulte d'une exclusion volontaire ou involontaire est complexe, en particulier dans les pays où l'information est notoirement imparfaite. Dans ce cas, le coût de l'information relative aux financements extérieurs est prohibitif (Stiglitz, 2000). Dans ces conditions, la faible utilisation du crédit formel peut révéler la préférence des entreprises à la lumière des coûts potentiellement élevés du crédit. Les asymétries de l'information peuvent aussi dissuader les prêteurs de prêter à certaines entreprises. Ainsi, la faible utilisation du crédit peut indiquer une exclusion volontaire comme un rationnement du crédit comme le signalent Stiglitz et Weiss (1981)¹⁰.

58. Preuves à l'échelle des entreprises. Pour avoir une idée précise de l'accès des entreprises aux financements, nous les distinguons selon différentes caractéristiques de l'enquête de la Banque mondiale sur les entreprises (EBME). L'EBME présente les réponses des entreprises à la question de savoir si le crédit est une contrainte pour leur activité ou s'ils ont recours au crédit bancaire pour

¹⁰ Du fait de l'asymétrie de l'information et des coûts y afférents, les entreprises préfèrent les sources de financement peu sensibles à l'information, ce qui donne lieu à un effet de hiérarchisation «pecking order» des sources de financement, où les entreprises privilégient d'abord l'auto-financement, par rapport à l'émission de titres d'endettement à court et long terme, faisant de l'émission d'actions le dernier recours (Myers et Majluf, 1984).

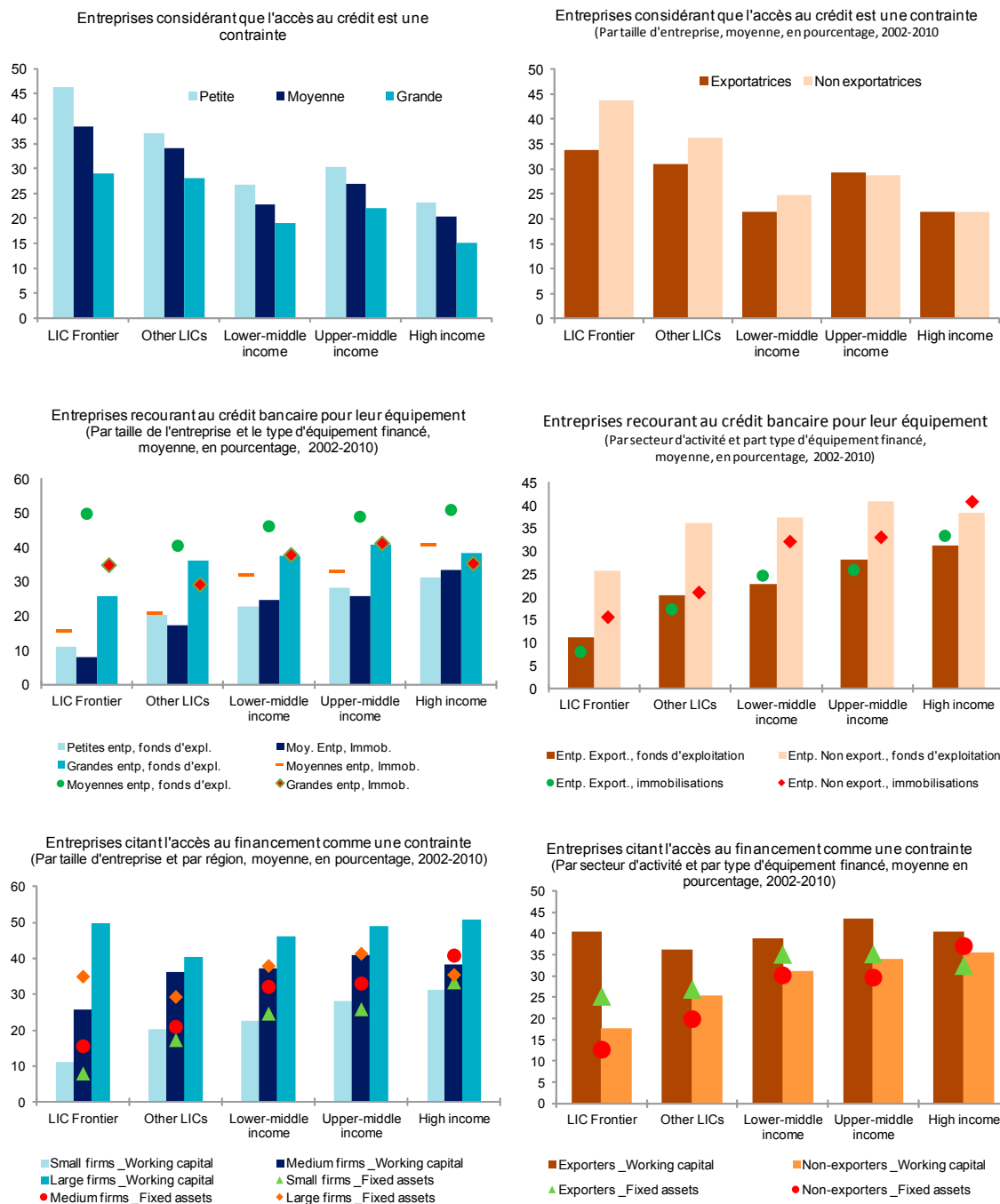
financer leurs fonds d'exploitation ou leurs actifs fixes. Les moyennes des pays sont données par an et par type d'entreprise. Celles-ci sont classées par secteur d'activité – exportation/non exportation – et par leur taille, petite, moyenne ou grande¹¹. Les preuves abondent, montrant que les petites entreprises ont plus de mal à obtenir des crédits que les grandes. On estime généralement que les entreprises exportatrices ont assez facilement accès au financement bancaire, comparées aux non exportatrices, les banques jouant le rôle d'intermédiaires par lesquelles transite le produit des exportations. Les données des entreprises confirment les attentes mais avec quelques surprises (Graphique III.10).

- *Accès par groupe de revenu.* Les entreprises des PFR ont moins accès au crédit que celles des d'autres groupes de pays. En outre, au sein des PFR, les PME et les entreprises non exportatrices ont un accès encore plus limité au crédit.
- *Accès par taille d'entreprises.* Dans la plupart des régions, les grandes entreprises ont moins de difficultés à accéder au crédit que les petites et moyennes, sauf dans au Moyen Orient et Afrique du nord où les enquêtes indiquent que les grandes entreprises sont plus limitées que les petites.
- *Accès par branche d'activité.* Les entreprises exportatrices ont plus aisément accès au crédit que les entreprises non exportatrices, sauf dans la CEI, la région MENA et les pays émergents.
- *Affectation du crédit bancaire aux fonds de roulement ou aux actifs fixes.* Dans tous les groupes de revenu, un grand nombre d'entreprises se servent du crédit bancaire pour financer leur fonds d'exploitation plutôt que leurs actifs fixes. Les entreprises exportatrices ont tendance à recourir davantage au crédit bancaire pour financer leurs actifs fixes que les entreprises non exportatrices. De même, plus elle est petite, moins elle consacre du crédit bancaire au financement des actifs fixes.

59. Hétérogénéité. Les PFR de la région Amérique latine et Caraïbe recourent plus au crédit bancaire que les PFR des autres régions (y compris les pays émergents), tandis que les entreprises des PFR des régions MENA et Afrique subsaharienne sont celles dont l'accès est le plus limité. Les entreprises de certains PFR semblent avoir moins de mal à accéder au crédit ou ont plus recours au crédit bancaire que celles des pays émergents. En Bolivie, au Cambodge et au Laos, la proportion d'entreprises qui indiquent que l'accès au crédit est une contrainte est plus faible qu'en Argentine ou au Liban. En outre, une part plus importante des entreprises du Bangladesh, du Cameroun et de l'Éthiopie font appel au financement bancaire qu'au Mexique, aux Philippines et en Jordanie où la proportion d'entreprises qui utilisent le crédit bancaire est proche de la moyenne des PFR. La faible proportion d'entreprises qui ont recours au crédit dans certains pays émergents par rapport aux PFR est peut-être dénote simplement le fait que les systèmes financiers des pays émergents obéissent plus aux lois du marché, autorisant davantage l'utilisation de financements sans être parties liées.

¹¹ Une entreprise est dite exportatrice si les exportations représentent plus de 10 % de ses ventes. Le classement selon la taille repose sur le nombre d'employés. Les petites, moyennes et grandes entreprises emploient 5 à 19 personnes, 20 à 99 personnes et 100 personnes ou plus, respectivement.

Graphique III.10 Accès des entreprises au crédit



Source : Enquête de la Banque mondiale sur les entreprises et calculs de l'auteur.

Références

- Aportela, F., 1999, "Effects of Financial Access on Savings by Low-Income People." Available via the internet: www.lacea.org/meeting2000/FernandoAportela.pdf
- Beck, T., 2011, "Finance and Oil: Is There a Resource Curse in Financial Development?" European Banking Center Discussion Paper No. 2011. Available via the internet: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1769803
- _____, Demirguc-Kunt, A., and M. S. Martinez-Peria, 2008, "Reaching Out: Access to and Use of Banking Services across Countries," *Journal of Financial Economics*, Vol. 85, No. 1, pp 234-66.
- _____, 2008, "Banking Services for Everyone? Barriers to Bank Access and Use around the World," *The World Bank Economic Review*, Vol. 22(3), pp. 397-430.
- _____, S. M. Maimbo, I. Faye, and T. Triki, 2011, *Financing Africa Through the Crisis and Beyond* (Washington: World Bank).
- Claessens, S., 2006, "Access to Financial Services: A Review of the Issues and Public Policy Objectives," *The World Bank Research Observer*, Vol. 21(2), pp.207-40.
- De Gregorio, J., 1996, "Financial Integration, Financial Development and Economic Growth," University of Chile, *Estudios de Economía*, Vol. 26, No. 2, pp. 137-161.
- Ferhani, H., M. Stone, S. Seiichi, and A. Nordstrom, 2009, *Developing Essential Financial Markets in Smaller Economies: Stylized Facts and Policy Options*, IMF Occasional Paper No. 265 (Washington: International Monetary Fund).
- Kaufmann, D., A. Kraay, and M. Mastruzzi, 2010, "The Worldwide Governance Indicators: A Summary of Methodology, Data and Analytical Issues," World Bank Policy Research Working Paper No. 5430 (Washington: World Bank).
- King, R. G and L. Ross, 1993, "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108(3), pp. 717-37.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny, 2000, *Investor Protection: Origins, Consequences, Reform* (Washington: World Bank).
- Lane, P., and G. M. Milesi-Ferretti, 2007, "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004," *Journal of International Economics*, Vol. 73, pp. 223-250.
- Levine, R., 2005, "Finance and Growth: Theory and Evidence," in *Handbook of Economic Growth*, ed. by Aghion and Durlauf (Amsterdam, The Netherlands: Elsevier).
- Myers, S., and N. Majluf, 1984, "Corporate Financing and Investment when Firms Have Information that Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 187-221.
- Stiglitz, J., 2000, "The Contributions of the Economics of Information to Twentieth Century Economics," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 115(4), pp. 1441-78.
- _____, and A. Weiss, 1981, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information," *The American Economic Review*, Vol. 71(3), pp. 393-410.
- Towsend, R. M., 1994. "Community development banking and Financial Institutions Act: A Critique with Recommendations," *Federal Reserve Bank of Chicago*, May, pp. 538-546.

IV. FRONTIÈRE DES POSSIBILITÉS FINANCIÈRES¹²

Cette note présente un cadre conceptuel pour examiner la portée éventuelle de l'approfondissement du secteur financier dans un pays, en s'inspirant de la notion de frontière des possibilités financières. Elle introduit un exercice de comparaison statistique mis au point par la Banque mondiale et permettant de cerner les rôles respectifs des facteurs structurels et des facteurs stratégiques et institutionnels qui sous-tendent cet approfondissement. En outre, elle énonce des considérations initiales pour évaluer les conditions dans lesquelles l'approfondissement est durable ou comporte des risques.

60. Cadre conceptuel. Jusqu'où les pays peuvent-ils aller pour faciliter l'approfondissement du secteur financier ? Devraient-ils le faire ? Est-il réaliste de s'attendre à ce que les pays à faible revenu (PFR) approfondissent et diversifient leurs systèmes financiers au même degré que les économies de marché émergentes ? Le système financier formel devrait-il être accessible à 100 % de la population ? Tous les PFR devraient-ils nécessairement avoir des marchés obligataires ? Le concept analytique de la *frontière des possibilités financières* sert à encadrer la discussion sur l'ampleur éventuelle d'un approfondissement du système financier dans les PFR. En réalité, l'expansion des circuits financiers dans un pays reflète la facilité avec laquelle les frictions du marché sont atténuées. Elle dépend essentiellement des caractéristiques de chaque pays, qui ne relèvent pas souvent des politiques (du moins à court terme), des choix stratégiques et des institutions. En même temps, le passage d'un financement basé sur les relations (caractéristique de la banque) à un financement pleinement concurrentiel (crucial pour les marchés de capitaux) témoigne d'une progression naturelle du développement du marché et de l'importance des effets d'échelle et de périmètre.

61. Rôle des frictions du marché. Les frictions classiques du marché, dont l'interaction influe sur le processus d'approfondissement du secteur financier, sont associés à l'information, à l'application des règles ou aux coûts des transactions (Levine, 2004; Merton et Bodie, 2004; de la Torre et al., 2011).¹²

- *Coût des transactions.* Dans la prestation des services financiers (au niveau d'une transaction, d'une institution et même de l'ensemble du système), les coûts de transaction fixes entraînent la baisse des coûts unitaires à mesure que le nombre ou la taille des transactions augmente.¹³ Par exemple, le traitement d'une opération de paiement ou d'épargne entraîne des coûts qui sont en partie indépendants de la valeur de la transaction. Il y a également des coûts fixes au niveau du système financier (par exemple, les coûts réglementaires et les coûts de l'infrastructure de paiement, de compensation et de règlement) qui sont, dans une certaine mesure, indépendants

¹² Pour la suite, et dans le même ordre d'idées, Beck et de la Torre (2007) et Bond (2004) procèdent à une analyse globale des coûts de transaction.

¹³ L'effet des coûts fixes sur la prestation des services financiers peut-être renforcé par les externalités de réseau, où le bénéfice marginal pour un client supplémentaire est déterminé par le nombre de clients utilisant déjà le service (Claessens et al., 2003). Ceci est particulièrement vrai en ce qui concerne les systèmes de paiement et le développement du marché des capitaux, où les avantages et, partant, la demande (ou la participation) augmentent à mesure que le nombre d'utilisateurs s'accroît.

du nombre d'institutions réglementées ou participant au système de paiement. Les économies d'échelle qui en résultent à tous les niveaux expliquent notamment que les petites économies ne puissent généralement avoir que des systèmes financiers de faible envergure (même par rapport à l'activité économique), et que des contraintes impérieuses limitent l'expansion des marchés financiers dans les régions éloignées. En outre, les effets d'échelle dans l'infrastructure et la réglementation des paiements et des règlements (ainsi que les effets de réseau) sont généralement plus importants sur les marchés de capitaux, ce qui donne à penser qu'il n'est pas possible pour tous les pays de développer des marchés financiers locaux.

- *Risques systémiques et idiosyncratiques.* L'approfondissement, la diversification et l'expansion des systèmes financiers se heurtent à des risques à la fois systémiques (par ex., non diversifiables dans une économie donnée et, par conséquent, affectant tous les contrats financiers) et propres à certains contrats/idiosyncratiques (par ex.: frictions d'agence résultant des asymétries d'information entre débiteurs et créanciers ; exécution coûteuse des contrats ; limitation des possibilités de diversification des risques). En outre, le risque systémique influe sur la capacité des institutions financières de gérer les risques idiosyncratiques. Par exemple, une grande incertitude macroéconomique et une mauvaise exécution des contrats exacerbent les problèmes d'agence. En même temps, l'atténuation des frictions d'agence en l'absence d'une surveillance appropriée peut inciter les acteurs du marché à prendre des risques excessifs (faute d'internaliser les externalités), contribuant ainsi à l'instabilité financière (de la Torre et al., 2011 examinent les inconvénients du financement).

62. Variables d'état. L'efficacité avec laquelle les institutions financières et les marchés peuvent surmonter les frictions du marché dépend essentiellement de plusieurs variables d'état — facteurs invariables à court terme — qui influent sur la prestation des services financiers du côté de l'offre et peuvent limiter la participation du côté de la demande. Ainsi, les variables d'état imposent une limite supérieure à l'expansion des circuits financiers dans une économie à un moment donné. Il s'agit d'une vaste gamme de facteurs que les études empiriques considèrent comme des moteurs de l'approfondissement financier dans toutes sortes d'institutions et de marchés¹⁴: (i) variables structurelles (revenu, épargne, taille du marché, densité de la population, taux de dépendance des personnes âgées) ; (ii) gestion macroéconomique et crédibilité (degré de discipline budgétaire, niveau d'inflation) ; (iii) cadres juridique, contractuel et d'information (applicabilité des contrats, centrales de risques, normes comptables et d'audit, dispositions effectives de partage d'information sur les débiteurs et les garanties) ; (iv) contrôle prudentiel ; (v) technologies et infrastructures disponibles (qualité des infrastructures de transport et de communication) ; et (vi) facteurs socioéconomiques (conflit, analphabétisme financier). Ainsi, l'approfondissement des circuits financiers est un processus complexe caractérisé par des effets de rétroaction entre les diverses variables et par des retards.

¹⁴ Voir notamment Demirguc-Kunt (2006) et Beck (2006) pour une revue des études publiées dans ce domaine; Beck et al. (2008) pour une analyse des déterminants structurels du développement financier pour des institutions et des marchés différents ; Garcia and Liu (1999) et Chami et al. (2009) pour le développement du marché boursier, Feyen et al. (2011), et Enz (2000) pour les marchés d'assurance; Eichengreen, et Luengaruemitchai (2004) pour les marchés obligataires; Beck et al. (2007) et Claessens (2006) pour l'accès aux services financiers.

63. Frontière des possibilités financières. Le recours au concept des variables d'état nous permet de définir la frontière de la profondeur du secteur financier comme un équilibre raisonné de la demande et de l'offre réalisées, diversement affectées par les frictions du marché. En d'autres termes, il s'agit de la profondeur (par ex., les volumes des crédits et des dépôts), de la portée (par ex., la proportion de la population atteinte) ou de l'ampleur maximum *soutenables* qu'un système financier (par ex., la diversité des sources intérieures de financement à long terme) peut atteindre raisonnablement à un moment donné. En principe, cette frontière peut varier pour divers types de services financiers selon les sources des frictions du marché. Ainsi, la frontière pour les services de paiement et d'épargne et pour les marchés d'actions, où les coûts de transaction constituent la contrainte décisive, peut être différente par rapport aux services de crédit et d'assurance, où le risque est un important élément supplémentaire.

64. Taxinomie des défis relatifs à approfondissement. Nous présentons ci-après une large taxinomie des difficultés rencontrées par les PFR en matière d'expansion et d'approfondissement des systèmes financiers, et qui découle de l'analyse ci-dessus. L'encadré IV.1 illustre cette taxinomie en ce qui concerne l'accès aux services de paiement.

- *La frontière des possibilités financières peut être faible par rapport aux pays ayant un niveau comparable de développement économique en raison de la déficience des variables d'état. Ici, nous pouvons faire la distinction entre le rôle des variables structurelles et celui des autres variables d'état. Parmi les variables structurelles, la faible densité de la population et l'étroitesse du marché augmentent les coûts et les risques pour les institutions financières, excluant une grande partie de la population des services financiers formels. De plus, la participation de vastes couches de la population au secteur informel réduit la demande et l'offre de services financiers. En outre, l'absence d'un environnement juridique, contractuel et institutionnel adéquat ou la persistance de l'instabilité macroéconomique peuvent expliquer que la frontière soit faible. Par exemple, la capacité limitée d'exécution des contrats et, de façon plus générale, la mauvaise protection des droits de propriété peuvent décourager les investissements à long terme et les contrats financiers pleinement concurrentiels. De même, la persistance de l'instabilité macroéconomique peut empêcher l'expansion des marchés du financement à long terme.*
- *Il est possible qu'un système financier se situe en deçà de la frontière, c'est-à-dire en-deçà du maximum obligatoire défini par les variables d'état en raison des contraintes liées à la demande et/ou à l'offre. Les contraintes liées à la demande peuvent survenir si, par exemple, le nombre de demandeurs de prêts est trop faible à cause de l'auto-exclusion (attribuable à l'analphabétisme financier, par exemple) ou du manque de projets d'investissement dans l'économie (attribuable à une incertitude macroéconomique à court terme, par exemple). Les contraintes de l'offre qui influent sur les risques idiosyncratiques ou qui gonflent artificiellement le coût de la prestation des services financiers peuvent également contribuer à maintenir le système financier en deçà de la frontière.¹⁵ Ainsi, l'absence de concurrence ou les restrictions réglementaires peuvent*

¹⁵ Il convient de noter que l'absence de participation du secteur privé peut aussi résulter d'autres frictions dans l'économie. Par exemple, les obstacles à l'initiative privée, les distorsions fiscales entravant le progrès des entreprises et les subventions administrées à certains secteurs et industries sont autant de contraintes aggravant les frictions du marché du crédit et limitant la participation.

empêcher les institutions financières et les acteurs du marché d'attirer une nouvelle clientèle ou d'introduire de nouveaux produits et services. De même, les obstacles réglementaires peuvent empêcher l'expansion de certains segments du marché, tout comme l'insuffisance d'informations sur les créanciers ou l'opacité de l'information financière sur les entreprises.

- *Le système financier peut dépasser la frontière*, signalant ainsi qu'elle connaît une expansion insoutenable au-delà de ses paramètres fondamentaux. Par exemple, des cycles d'expansion et de récession économiques peuvent survenir lorsque que les acteurs du marché font des excès en matière d'investissement et de prise de risques (situation souvent facilitée par une politique monétaire laxiste). L'expérience des crises bancaires passées montre que les épisodes d'expansion du crédit et les récessions subséquentes surviennent dans des environnements caractérisés par une mauvaise définition des cadres de réglementation et de contrôle. L'innovation financière et l'assouplissement des règlements peuvent aussi favoriser un approfondissement rapide (par exemple, la prolifération d'intermédiaires financiers non bancaires dans de nombreux PFR), mais présentent des défis en matière de stabilité financière. Enfin, la fragilité de nombreux PFR tient souvent à des problèmes de gouvernance, de sorte que le dépassement de la frontière de l'expansion du secteur financier peut aussi être lié à l'insuffisance du contrôle et de la discipline du marché.

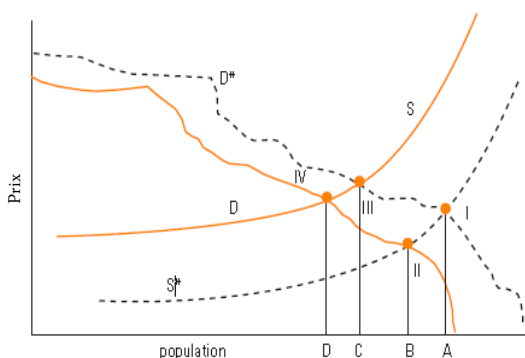
65. Considérations d'ordre pratique. Le concept de la frontière des possibilités est un cadre utile pour évaluer les facteurs qui freinent l'approfondissement du secteur financier ou qui l'accélèrent outre mesure. Reste à résoudre la question de savoir comment cerner la situation d'un pays par rapport à la frontière de ses possibilités ou par rapport à d'autres pays ayant en pratique des caractéristiques similaires. L'estimation empirique de la frontière des possibilités financières pour chaque type d'activités financières dans un pays et, à plus forte raison, pour l'ensemble du système financier, est une tâche difficile compte tenu du grand nombre de variables d'état qui influent sur l'approfondissement du secteur financier. Une première mesure importante consiste à dissocier l'incidence des facteurs structurels de celle des autres facteurs dans ce processus. Une deuxième étape, qui consiste à comprendre les facteurs propices à l'approfondissement, permettrait de déterminer si l'approfondissement observé est durable ou s'il comporte des risques. Nous donnons ci-après un exemple stylisé de ce que cette dissociation implique dans le contexte de la frontière des possibilités.

Encadré IV.1 Frontière des possibilités d'accès

Le graphique 1 illustre la demande et l'offre d'un service de paiement standardisé pour lequel le montant des frais est indépendant du montant à transférer (voir Beck et de la Torre, 2007). L'axe horizontal représente la proportion de la population (ménages et entreprises) qui effectue des transactions de paiement et d'épargne. La population est classée le long de cet axe, à partir des agents effectuant des transactions importantes en valeur (et en nombre) jusqu'à ceux dont les transactions sont de moins en moins importantes en valeur (et en nombre). La

trajectoire descendante de la courbe de la demande D^* représente la volonté de payer et l'hypothèse selon laquelle les clients qui demandent des transactions de valeur et de volume élevés ont une plus grande volonté marginale de payer que les clients dont les transactions sont plus petites et moins nombreuses. La trajectoire ascendante de la courbe de l'offre S^* illustre le potentiel qu'ont les institutions financières de solliciter une plus forte proportion de la population à mesure que les frais augmentent. L'intersection des courbes de l'offre et de la demande (point I) constitue la frontière des possibilités d'accès, où la proportion maximum commercialement viable de la population ayant accès à des services formels de paiement et d'épargne (point A sur l'axe horizontal), compte tenu des variables d'état. Il convient de noter que la frontière des possibilités d'accès peut changer si les variables d'état changent (par exemple, la hausse des niveaux de revenus peut accroître la demande potentielle ; de même, l'amélioration des infrastructures ou de l'environnement institutionnel peut favoriser une expansion de la population « bancable »).

La frontière des possibilités d'accès des services de paiement et d'épargne

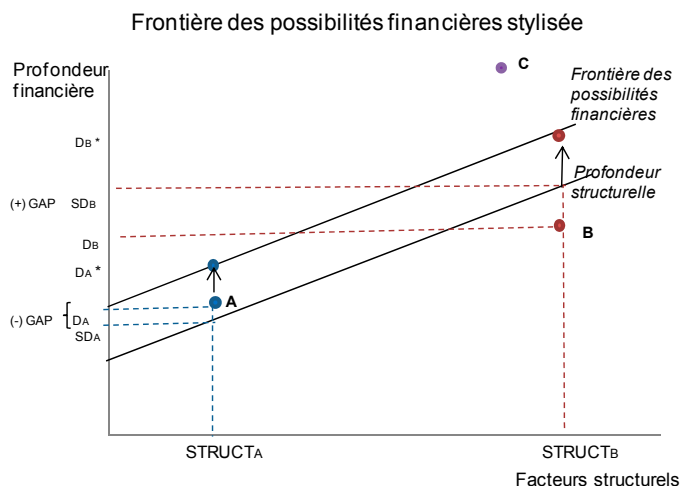


Source : Beck et de la Torre (2007).

La frontière des possibilités d'accès permet d'identifier plusieurs types de problèmes d'accès aux services financiers :

- La sous-optimisation de l'offre, où les institutions financières et les marchés procèdent au règlement à un point situé en deçà de la frontière des possibilités d'accès (courbe S, point III). Cela peut signaler, par exemple, des distorsions réglementaires ou des obstacles à l'entrée qui empêchent les institutions financières d'exploiter pleinement les possibilités d'expansion.
- Un second type de problèmes d'accès résulte de la demande. Ainsi, le nombre de demandeurs de prêts peut être faible en raison de l'auto-exclusion attribuable à l'analphabétisme financier (courbe D, point II). De même, la demande de services de paiement et d'épargne peut faire défaut parce que ces produits sont indirectement accessibles par le biais de la famille et des amis ou par manque de connaissances sur les avantages de certains produits financiers.
- Un dernier problème d'accès concerne une frontière des possibilités d'accès qui est trop étroite (courbes S^* et D^* , point I) et ne sollicite qu'une très faible proportion de la population bancable en raison de la déficience des variables d'état par rapport à des pays ayant un niveau de développement économique comparable.
- Un autre problème d'accès que l'on observe surtout sur les marchés du crédit concerne l'offre excédentaire (c'est-à-dire un équilibre au-delà de la frontière des possibilités d'accès) ; ici, les prêts sont accordés à une plus forte proportion de demandeurs que ne l'exige la prudence sur la base des taux d'intérêt prêteurs et des variables d'état.

66. Dégroupement des variables structurelles et des autres variables d'état. Un exemple stylisé permet de discerner le rôle des variables structurelles et des autres variables d'état afin de déterminer le niveau d'approfondissement que l'on peut atteindre de façon réaliste (voir le graphique-texte). Prenons un PFR (pays A) ayant une population faible et dispersée ($STRUCT_A$). La profondeur du secteur financier, représentée par le ratio des dépôts bancaires au PIB, sera forcément faible dans ce pays. En effet, une analyse historique montre qu'en moyenne, les pays ayant les mêmes caractéristiques structurelles que le pays A tendent à avoir un degré de profondeur égal à SD_A . S'agissant du pays B, plus riche et plus grand, avec une population plus urbaine, on peut s'attendre à ce qu'il ait une profondeur accrue conférée par SD_B . La ligne indiquant la profondeur structurelle représente donc le niveau de profondeur escompté eu égard aux caractéristiques *structurelles* du pays.



67. Position par rapport à la frontière. En améliorant leurs politiques macroéconomiques et financières, créant ainsi un environnement plus favorable à l'approfondissement du secteur financier, les pays peuvent dépasser leurs niveaux structurels escomptés. Par exemple, en stimulant la concurrence dans le secteur bancaire, le pays A parvient à une profondeur financière effective DA , qui dépasse le niveau escompté (SD_A) sur le graphique ci-dessus. De même, bien que le pays B ait un degré de profondeur absolue nettement plus élevé (DB) que le pays A, il est en réalité moins performant que ses pairs ayant des caractéristiques structurelles similaires ($DB < SD_B$), ce qui donne à penser qu'il y a lieu d'améliorer les politiques. Si les deux pays continuent à améliorer leurs politiques, ils finiront par atteindre la frontière des possibilités, avec des niveaux de profondeur de DA^* et DB^* , respectivement. Cependant, certains dosages de politiques peuvent entraîner des niveaux de profondeur apparente dépassant la frontière (par exemple, lors des cycles d'expansion et de contraction du crédit). Ainsi, le pays C peut temporairement dépasser la frontière de ses possibilités, mais son expansion sera insoutenable à long terme. Cet exemple stylisé suggère que l'évaluation de la position des pays par rapport à la frontière de la profondeur structurelle peut fournir des informations sur la qualité relative de leurs politiques sous-jacentes et de leurs environnements institutionnels.

68. Étalonnage. Les systèmes financiers du monde entier exerçant des fonctions similaires et étant confrontés aux mêmes frictions du marché, le processus d'expansion des circuits financiers devrait être largement comparable, sur le plan empirique, entre les pays et les niveaux de développement, dès lors que des contrôles appropriés sont mis en place (Beck et al., 2008). Ainsi, l'utilisation d'une méthode statistique générale tenant compte des différences structurelles (hors politiques) qui sont propres à chaque pays et qui ont une incidence sur cette expansion peut contribuer à établir des « repères » — valeurs escomptées des indicateurs financiers permettant de

mesurer la performance effective.¹⁶ Cet exercice empirique constitue une approximation à la ligne de *profondeur structurelle* dans l'exemple stylisé ci-dessus, et peut indiquer les services financiers dont la prestation est insuffisante ainsi que les secteurs ou les instruments qui sont sous-développés, ce qui permet d'identifier les lacunes éventuelles de la politique et de l'environnement institutionnel. En outre, le suivi de l'évolution des indicateurs financiers (c'est-à-dire l'étalonnage des progrès réalisés par un pays au fil du temps) permettrait de déterminer si l'environnement des politiques est durablement adéquat.

69. Modèle de régression. Une méthodologie statistique d'étalonnage mise au point par la Banque mondiale (Feyen et al., 2011) table sur une base de données financières d'envergure mondiale (FinStats, 2011) couvrant un grand nombre d'indicateurs financiers pour la période 1980-2010. Les repères sont calculés comme valeurs prévues de l'analyse de régression du quantile (médian) qui rend compte du revenu (le PIB par habitant en tant que valeur de substitution du développement économique)¹⁷ et de son carré (reflétant les aspects non linéaires de la relation entre le revenu et le financement), de la taille du pays (le log de la population reflétant les effets d'échelle), de la densité de la population (reflétant les coûts d'infrastructure de l'information du public), du ratio de dépendance des personnes âgées (reflétant les variations des tendances de l'épargne et de la demande de produits financiers), d'autres caractéristiques structurelles ayant une incidence sur le développement financier (des variables muettes reflétant le statut d'un pays comme centre offshore, exportateur de pétrole ou pays en transition) et des effets fixes par année.¹⁸ Il convient de noter que le modèle de régression ne présente pas les facteurs qui reflètent directement la politique financière. En revanche, l'objectif est de rendre compte des facteurs exogènes à la politique (du moins à court terme). Les écarts entre le niveau effectif et le niveau escompté du développement financier peuvent ensuite s'expliquer par l'impact des politiques et de la qualité des institutions dans un pays.

70. Approfondir : jusqu'où ? Comment savoir si l'approfondissement observé dans un pays est soutenable ou s'il comporte des risques ? Même si les études empiriques n'ont pas encore établi de façon définitive les niveaux au-dessus desquels l'approfondissement financier devient insoutenable,

¹⁶ Deux considérations importantes s'appliquent à l'étalonnage. Premièrement, le repère est une mesure relative et non absolue. Autrement dit, il dépend de la distribution opérée au sein de l'échantillon pour l'étalonnage. Deuxièmement, la spécification du modèle (les variables explicatives incluses dans le modèle) peut revêtir une importance cruciale pour les résultats.

¹⁷ Le développement économique devrait influencer sur le développement financier, non seulement en raison des effets de la demande (le volume et la sophistication des activités financières augmentent avec les niveaux de revenus) et de l'offre (les économies plus grandes et plus riches peuvent réaliser des économies d'échelle et bénéficier d'une concurrence accrue et de meilleures infrastructures). Ainsi, les pays plus riches ont des systèmes financiers plus profonds, plus efficaces et plus vastes ; cette relation se vérifie indépendamment des pays et de la période visée. L'impact du développement financier sur le développement économique étant décalé, la politique ne devrait pas être déjà pleinement prise en compte par le terme du revenu.

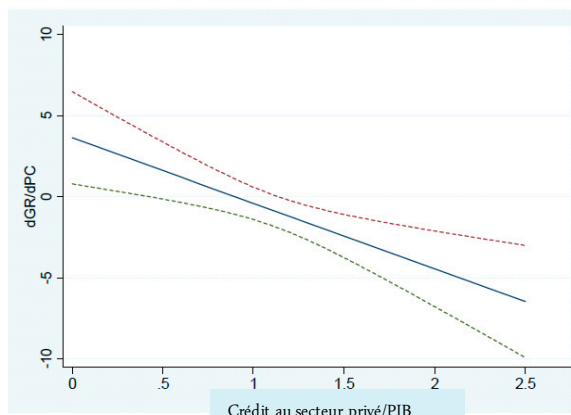
¹⁸ Pour améliorer davantage le modèle étalonnage, on pourrait notamment adopter une mesure de l'inégalité de la richesse ou du revenu, dans la mesure où ces paramètres reflètent les contraintes de la demande en matière d'approfondissement financier. De plus, les avantages de l'approfondissement ont tendance à varier selon les ménages, ce qui donne à penser que des mesures agrégées comme le PIB par habitant ou la population totale ne peuvent refléter que partiellement les contraintes de la demande (Townsend et Ueda, 2007).

deux éléments d'information font penser que la profondeur initiale est importante. Premièrement, une étude récente constate qu'à des niveaux très élevés de profondeur financière (entre 80 et 100 % du PIB), un financement accru engendre moins de croissance (Arcand, et al., 2012; encadré IV. 2). Deuxièmement, une analyse des épisodes d'expansion du crédit (Barajas et al., 2007) montre que la probabilité que ces épisodes soient suivis par une crise bancaire dans les trois ans augmente considérablement avec la profondeur initiale. D'après une étude à paraître, la probabilité qu'une expansion du crédit se termine mal est presque trois fois plus élevée dans un pays dont le ratio initial du crédit au PIB est supérieur à 60 %, comparativement à un pays dont le ratio initial est de 30 % (Dell'Ariccia et al., 2012).

71. Considérations initiales pour les PFR. Dans les PFR, où les niveaux existants de profondeur financière sont très faibles et où les besoins de développement sont énormes, il découle des analyses susmentionnées que la « frontière » est moins contraignante. Toutefois, il serait malvenu de s'arc-bouter sur cette position, étant donné que les dispositifs de réglementation et de contrôle laissent à désirer et les systèmes financiers des PFR sont de plus en plus interconnectés. Les études donnent à penser qu'une accélération rapide du crédit ou une hausse vertigineuse des valeurs boursières peuvent être assorties de risques éventuels. Par exemple, Mendoza et Terrones (2008) proposent une méthode qui considère les épisodes nationaux d'expansion du crédit comme des périodes pendant lesquelles le crédit réel non seulement affiche une forte croissance, mais dépasse également sa tendance à long terme d'un montant « assez élevé ». Bien que les tendances historiques ne soient pas toujours les meilleurs prédicteurs de ce qui constitue un approfondissement durable dans les PFR aujourd'hui, il serait important de suivre les tendances globales de la croissance du crédit (y compris dans le secteur non bancaire) en même temps que l'évolution des prix des principaux actifs. En outre, les seuils de durabilité dépendent non seulement du degré de profondeur financière, mais aussi de caractéristiques nationales telles que la qualité des institutions — y compris le cadre réglementaire et le contrôle financier. D'où la nécessité de concentrer l'attention sur les politiques et les règles qui sous-tendent l'approfondissement du secteur financier. À l'avenir, d'autres recherches seront nécessaires pour définir ce qui constitue une expansion financière durable dans les différents groupes de revenus afin de mieux étayer la formulation des politiques.

Encadré IV.2 Le système financier peut-il devenir trop grand ?

Une étude récente constate qu'à des niveaux élevés de profondeur du secteur financier, un financement accru entraîne moins de croissance (Arcand, Berkes, and Panizza, 2012). Les estimations ponctuelles suggèrent que l'effet marginal de la profondeur du secteur financier sur la croissance de la production devient négatif quand le crédit au secteur privé atteint 80-100 % du PIB (voir graphique-texte). Ce résultat tient pour les différents types d'estimateurs (régressions simples transversales et de panel et estimateurs semi-paramétriques) et de données (nationales et sectorielles). La présence d'une relation non-monotone entre la profondeur du secteur financier et la croissance économique se confirme indépendamment de la volatilité macroéconomique, des crises bancaires, de la qualité institutionnelle et de la régulation bancaire.



L'étude offre deux explications possibles de l'existence d'un seuil au-delà duquel le développement financier a un effet négatif sur la croissance économique.

- La première concerne une mauvaise affectation éventuelle des ressources. Par exemple, Tobin (1984) suggère que le rendement social du secteur financier est moindre que le rendement privé, et s'inquiète du fait qu'un vaste secteur financier peut « voler » des talents dans le secteur productif de l'économie et, par conséquent, être inefficace du point de vue de la société.
- La seconde explication tient au fait qu'un vaste système financier peut être associé à une volatilité accrue de l'économie et à une plus forte probabilité de grandes crises économiques (Minsky, 1974). Rajan (2005) et de la Torre et al. (2011) font de nombreuses réflexions sur les dangers d'un développement financier excessif.

Dans leur examen des inconvénients du développement financier, de la Torre et al. (2011) soulignent que le résultat de la « financiarisation excessive » peut correspondre à un rendement positif mais décroissant de la profondeur du secteur financier qui, à un moment donné, diminue par rapport au coût de l'instabilité résultant des inconvénients. C'est sans doute vrai, mais il importe de noter que les résultats d'Arcand et al. (2012) sont constants même si on limite l'analyse aux périodes calmes. Cela suggère que la volatilité et les crises bancaires ne sont qu'une partie du problème. Évidemment, il se peut qu'en la présence de rendements décroissants du développement financier, le coût marginal du maintien de la stabilité financière devienne plus élevé que le rendement marginal du développement financier (c'est ce que soutiennent de la Torre et al., 2011). Mais dans ce cas, l'explication du résultat de la « financiarisation excessive » ne porterait pas sur les crises financières et la volatilité (qui ne surviennent pas forcément en situation d'équilibre), mais sur une mauvaise affectation des ressources.

Une autre explication possible du résultat de la « financiarisation excessive » tient au fait que la relation entre la profondeur du secteur financier et la croissance économique peut dépendre des modalités d'octroi du financement. Dans le débat consécutif à la crise récente, d'aucuns ont estimé que les produits dérivés et le modèle d'origination et de distribution dans les pays avancés — qui voulaient accroître la résilience du système bancaire en offrant des possibilités de couverture et d'affectation des risques aux acteurs les mieux équipés pour les prendre — ont en fait réduit la qualité du crédit et accru l'instabilité financière (CNUCED, 2008). La distinction entre les prêts bancaires classiques et les prêts non bancaires permettrait sans doute de déterminer si ces types de flux financiers ont des effets différents sur la croissance économique.

Préparé par: Jean Louis Arcand, Enrico Berkes (RES) et Ugo Panizza.

Références

- Arcand, J. L., E. Berkes, and U. Panizza, 2012, "Too Much Finance?" (unpublished; The Graduate Institute, Geneva; IMF, Washington; and UNCTAD, Geneva).
- Beck, T., E. Feyen, A. Ize, and F. Moizeszowicz, 2008, "Benchmarking Financial Development," World Bank Policy Research Working Paper No. 4638. (Washington: World Bank).
- _____, and A. de la Torre, 2007, "The Basic Analytics of Access to Financial Services." Available via the internet: www.tilburguniversity.edu/webwijs/files/center/beck/.../access/basic.pdf
- _____, A. Demirguc-Kunt, and M. S. M. Peria, 2007, "Reaching out: Access to and Use of Banking Services across Countries," *Journal of Financial Economics*, Vol. 85, pp. 234-266.
- _____, 2006, *Creating an Efficient Financial System: Challenges in a Global Economy* (World Bank: Washington).
- Bond, P., 2004, "Bank and Nonbank Financial Intermediation," *Journal of Finance*, Vol. 59, pp. 2489-2529.
- Claessens, S., 2006, "Access to Financial Services: A Review of the Issues and Public Policy Objectives," *World Bank Research Observer*, Vol. 21, pp. 207-40.
- _____, G. Dobos, D. Klingebiel, and L. Laeven, 2003, "The Growing Importance of Networks in Finance and its Effects of Competition," in *Innovations in Financial and Economic Networks* ed. by Nagurney (Northampton, Massachusetts: Edward Elgar Publishers).
- De la Torre, A., E. Feyen, and A. Ize, 2011, "Financial Development: Structure and Dynamics" World Bank Policy Research Working Paper No. 5854.(Washington: World Bank).
- Dell'Araccia, G., D. Igan, L. Laeven, and H. Tong, 2012, "Policies for Macrofinancial Stability: Options to Deal with Credit Booms," IMF Staff Discussion Note, forthcoming (Washington: International Monetary Fund).
- Demirguc-Kunt, A., 2010, "Finance and Economic Development: The Role of Government," in *Handbook of Banking*, ed. by Berger, Molyneux, and Wilson (Oxford University Press, N.Y.).
- Eichengreen, B., and P. Luengaruemitchai, 2004, "Why Doesn't Asia have Bigger Bond Market?," NBER Working Paper No. 10576 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- El-Wassal, K. A., 2005, "Understanding the Growth in Emerging Stock Markets," *Journal of Emerging Market Finance*, Vol. 4(3), pp. 227-261.
- Enz, R., 2000, "The S-curve Relation between Per Capita Income and Insurance Penetration," *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, Vol. 25, No.3, pp. 396-406.
- Feyen, E., R. Rocha, and R. Lester, 2011, "What Drives the Development of the Insurance Sector? An Empirical Analysis Based on a Panel of Developed and Developing Countries," World Bank Policy Research Working Paper No. 5572 (Washington: World Bank).
- Garcia, V., and L. Liu, 1999, "Macroeconomic Determinants of Stock Market Development," *Journal of Applied Economics*, Vol. 2(1), pp. 29-59.
- Levine, R., 2005, "Finance and Growth: Theory and Evidence," NBER Working Paper No. 10766 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

- Mendoza, E., and M. Terrones, 2008, "An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Micro and Aggregate Data," NBER Working Paper No. 14049. (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Merton, R., and Z. Bodie, 2004, "The Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure," NBER Working Paper No. 10620 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Minsky, H. P., 1974, "The modeling of financial instability: An introduction," in *Modeling and Simulation*, Vol. 5, Proceedings of the Fifth Annual Pittsburgh Conference, Instruments Society of America, pp. 267-72.
- Rajan, R. G., 2005, "Has Financial Development Made the World Riskier?" Available via the internet: www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2005/pdf/rajan2005.pdf
- Tobin, J., 1984, "On the Efficiency of the Financial System," *Lloyds Bank Review* No.153, pp. 1-15.
- Townsend, R., and K. Ueda, 2007, "Welfare Gains from Financial Liberalization," IMF Working Paper 07/154, (Washington: International Monetary Fund).
- UNCTAD, 2008, *Trade and Development Report* (Geneva).

V. APPROFONDISSEMENT DU SECTEUR FINANCIER ET ÉCARTS AGRÉGÉS²⁰

Dans le contexte du débat sur la frontière des possibilités et l'évaluation comparative statistique, cette note évalue la profondeur des systèmes financiers des PFR par rapport à leurs repères structurels et examine comment les écarts entre les niveaux réels de profondeur financière et les niveaux de référence ont évolué dans le temps. L'analyse empirique montre le rôle de mesures explicites (par exemple, la libéralisation financière), des caractéristiques de l'environnement politique de manière générale (par exemple, l'inflation, le régime de change, l'ouverture) et de la structure du marché (par exemple, la concentration/la concurrence du marché), de la propriété et des crises financières pour expliquer à la fois les niveaux et les variations des écarts dans le temps et entre les pays.

A. Évaluation comparative de l'approfondissement du secteur financier dans les PFR

72. Approfondissement et caractéristiques structurelles. Dans quelle mesure l'absence d'approfondissement que l'on observe dans certains PFR est-elle simplement le résultat de leurs caractéristiques structurelles? Pour répondre à cette question, nous comparons systématiquement (en établissant une référence) l'approfondissement du secteur financier dans les PFR, après avoir établi un contrôle pour un certain nombre de facteurs économiques et structurels possibles (par exemple, le revenu par habitant, la taille, les variables démographiques). En particulier, nous suivons le comportement des trois indicateurs financiers par rapport au niveau qui constitue un «repère structurel» décrit dans la note précédente. Par «écart», nous entendons, pour chaque indicateur de profondeur du secteur financier dans un pays i à une année t , la différence entre la profondeur de référence et la profondeur réelle. Une valeur positive (négative) de l'écart indique donc une performance supérieure ou inférieure :

$$Gap_{it} = FD_{it}^B - FD_{it}$$

73. Faibles valeurs attendues dans les PFR. L'évaluation comparative révèle que les caractéristiques structurelles sont pertinentes pour expliquer le peu de profondeur des systèmes financiers des PFR par rapport à celle d'autres pays. Par exemple, en 2009, le crédit privé dans un PFR moyen devait être de 19 % du PIB, moins du sixième du niveau avancé pour les pays à revenu élevé, ou moins d'un tiers du niveau avancé pour un pays moyen, autre qu'un PFR. De même, la capitalisation boursière devait être moins d'un tiers et le volume des opérations boursières moins d'un quart du niveau prévu pour un pays moyen autre qu'un PFR, respectivement.

¹⁹ Préparé par Adolfo Barajas (Institut du FMI), Ralph Chami (Département des marchés monétaires et de capitaux) et Reza Yousefi (ancien stagiaire, Département des marchés monétaires et de capitaux).

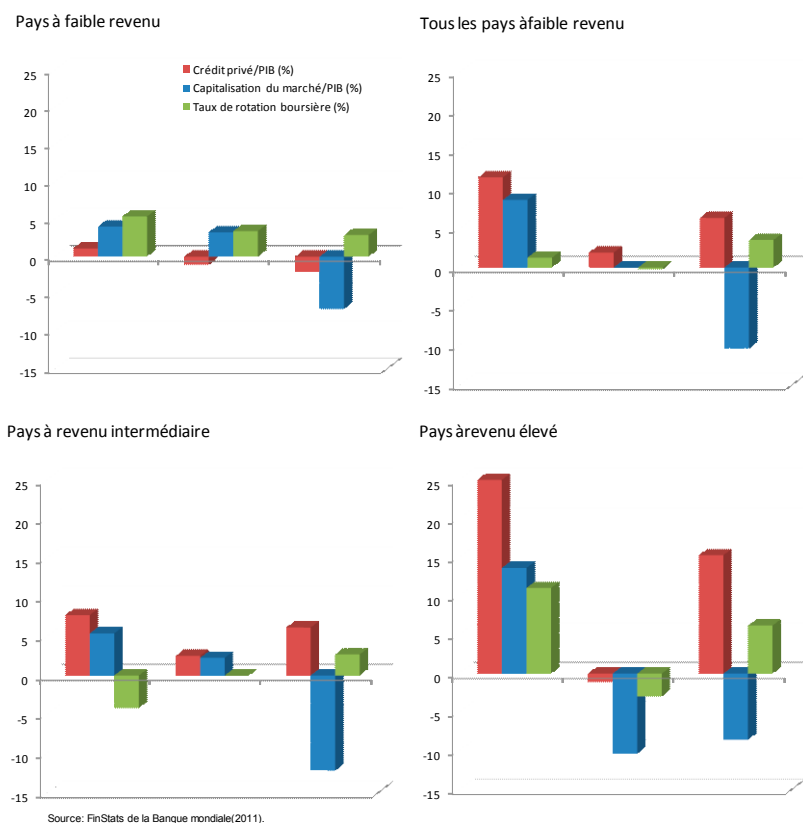
74. Performance moyenne des PFR. De manière surprenante, le secteur financier des PFR s'est davantage approfondi que ne l'auraient suggéré leurs caractéristiques structurelles. L'écart moyen du crédit privé pour le PFR moyen était très peu important en 1990 (légèrement supérieur à un point de pourcentage du PIB). Au cours des trois décennies qui ont suivi, cet écart est devenu négatif. De fait, en 2009, le PFR moyen dépassait son point de référence d'environ 2 points de pourcentage (graphique V.1). Les augmentations de la capitalisation boursière sont encore plus impressionnantes : le PFR moyen est passé d'écart positif de 4 points de pourcentage en 1990 à un écart négatif de 7 points de pourcentage en 2009. S'agissant du volume des opérations boursières, l'approfondissement était plus modeste. En 2009, un écart positif de près de 3 points de pourcentage subsistait.²⁰ Il convient de noter que la crise mondiale semble avoir eu un impact visiblement plus marqué sur les non-PFR, particulièrement les pays à revenu élevé, dans lesquels des écarts positifs importants sont apparus en 2009 s'agissant du crédit privé (15 points de pourcentage du PIB) et du volume des opérations boursières (plus de 6 points de pourcentage), ce qui a annulé les gains importants enregistrés au cours de la décennie précédente.

75. Hétérogénéité entre les groupes de revenus. Au-delà des moyennes de groupe, l'approfondissement du secteur financier a été hétérogène entre les pays, bien qu'il l'ait été dans une moindre mesure dans les PFR que dans les pays à revenu plus élevé. Les variations des écarts dans le crédit privé entre 1990 et 2007 s'étagaient entre -40 et +30 points de pourcentage du PIB pour les PFR, certains pays affichant des écarts baissant de près de 20 points de pourcentage (graphique V.2).²¹ Cette fourchette était beaucoup plus large pour les non-PFR, où certains écarts ont été comblés ou se sont creusés de plus de 100 points de pourcentage du PIB. Globalement, le nombre de PFR qui ont comblé leurs écarts s'agissant du crédit privé a été plus élevé que ceux qui l'ont creusé. On constate également une performance supérieure dans le cas des bourses (ce qui n'apparaît pas ici), mais le nombre relativement peu important de PFR qui disposent de ce type de données limite les comparaisons directes avec les non-PFR.

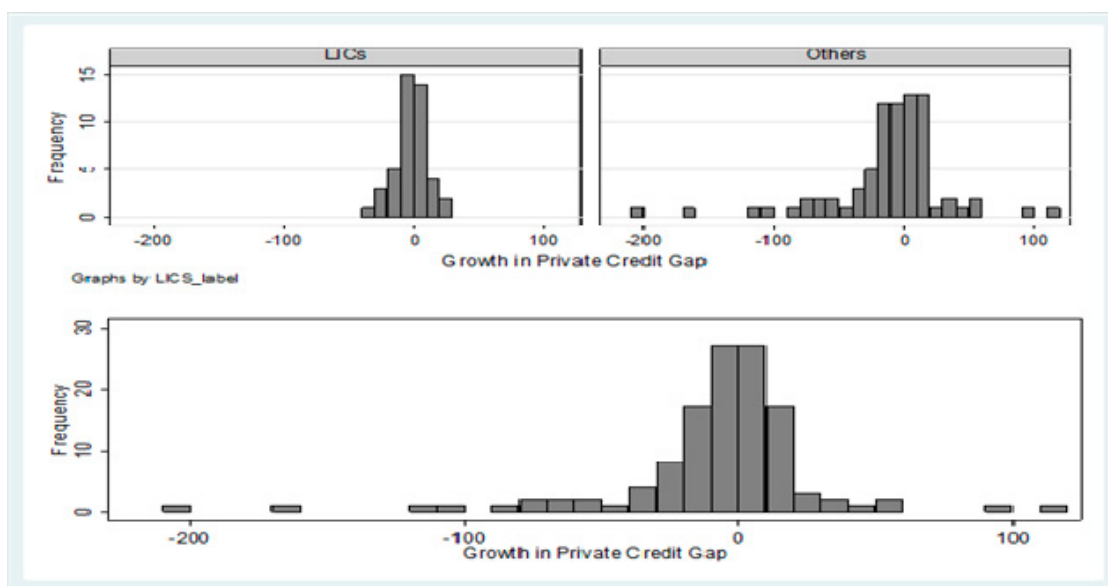
²⁰ Il convient toutefois d'examiner les indicateurs du marché boursier avec une certaine prudence, notamment parce que les PFR sont très sous-représentées dans les deux mesures : seuls 5 pays déclarés en 1990, puis 20 en 2006. La couverture a ensuite légèrement baissé en 2007-09.

²¹ Aux fins de cette analyse, nous avons choisi la période qui va jusqu'en 2007 afin d'exclure la crise mondiale et donc d'insister sur le processus d'approfondissement à plus long terme.

Graphique V.1 Écarts dans la profondeur du secteur financier par rapport aux repères
 (Points de pourcentage : différences entre la référence et le niveau observé de profondeur, moyennes par groupe de revenu)



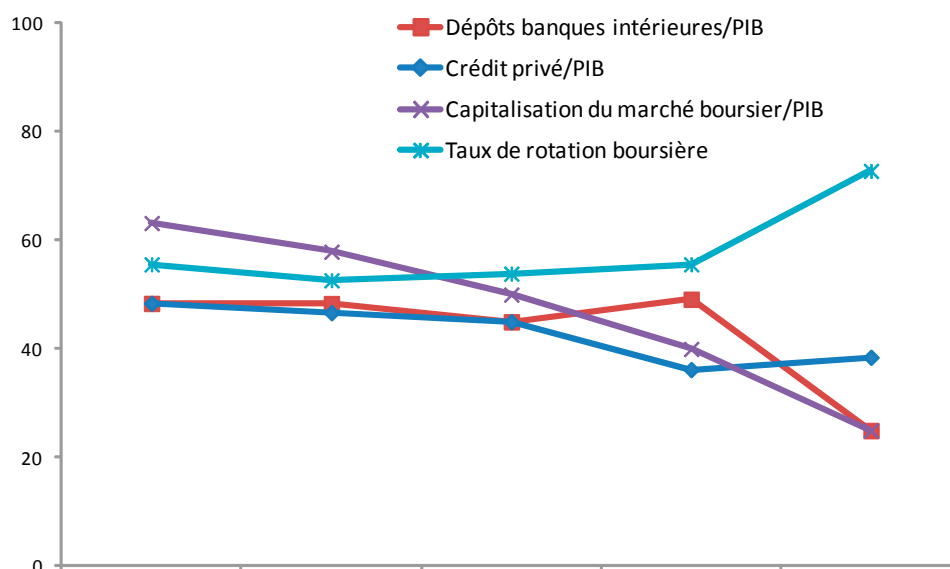
Graphique V.2 Variations dans les écarts de crédit privé, 1990 to 2007
 (points de pourcentage)



76. Variations au sein des PFR. Un nombre important de PFR ont continué à obtenir des résultats inférieurs à leurs repères structurels qui étaient déjà à un faible niveau. Pour les deux indicateurs clés des activités du secteur financier — le crédit privé et le volume des opérations boursières — le niveau de plus de 38 % des PFR est resté inférieur à leurs repères en 2005-09 (graphique V.3). Les résultats des PFR ont aussi présenté d'importantes variations selon les régions. Par exemple, le PFR moyen en Asie et en Amérique latine et dans les Caraïbes a dépassé ses repères de profondeur bancaire, alors que dans les régions d'Afrique subsaharienne et de la CEI, les pays étaient à la traîne par rapport à leur niveau de référence, notamment s'agissant du crédit privé en 2009 (graphique V.4). Ces différences régionales et entre les pays apparaissent aussi clairement s'agissant des écarts entre les différents indicateurs du système financier relatifs à la taille, à la liquidité et l'accès.

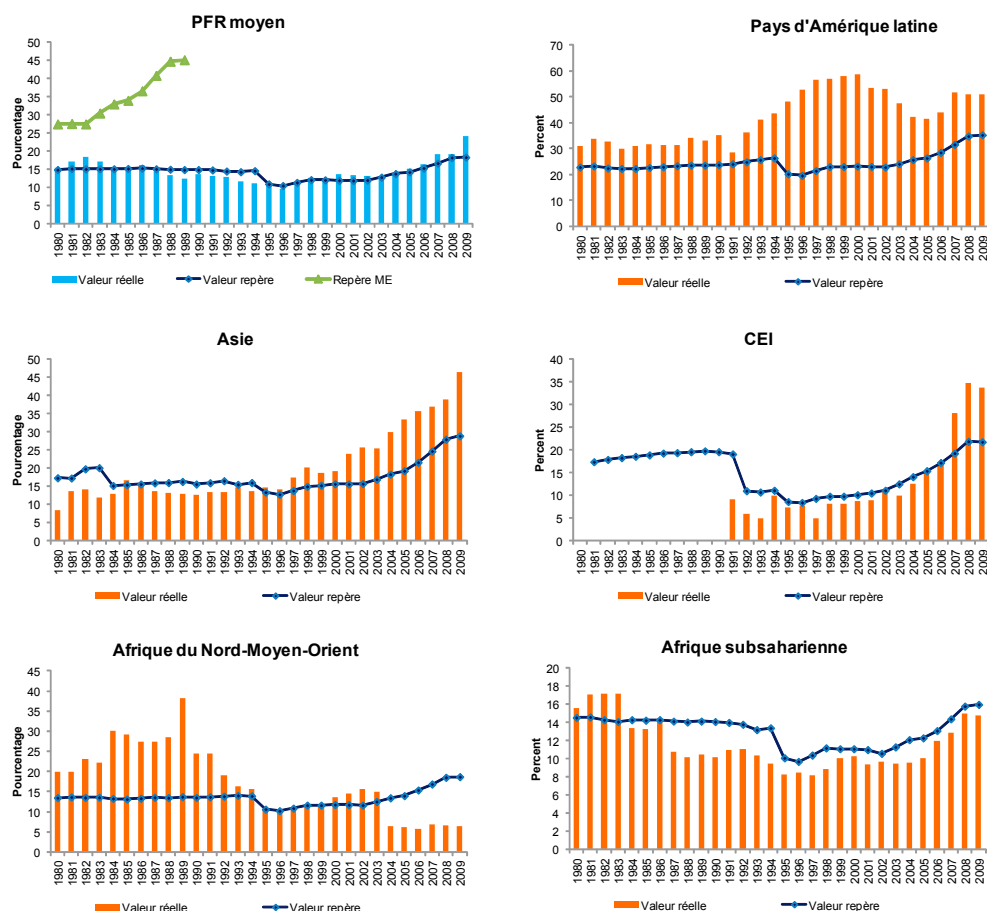
Graphique V.3 Part des PFR qui affichent des résultats inférieurs

(Pourcentage des PFR avec des écarts positifs de profondeur du secteur financier pour chaque année)



Source: FinStats Banque mondiale.

Graphique V.4 Crédit privé au PIB : valeur réelle et attendue, par région de PFR



Source: FinStats Banque mondiale

B. Expliquer les écarts

77. Lacunes politiques et institutionnelles. Une fois que l'on a pris en compte les caractéristiques structurelles, l'écart qui subsiste entre les niveaux de profondeur observés et les niveaux de référence pourra refléter les résultats économiques et/ou les différences de politique relatives au secteur financier. La section qui précède a identifié les niveaux et les tendances générales des écarts relatifs au système financier, mais n'a pas précisé si ces écarts étaient significatifs au plan statistique. Dans la présente section, nous estimons des régressions transversales en vue d'examiner les facteurs qui jouent à la fois sur le niveau des écarts en 2005 et ceux qui sont associés à l'élimination des écarts du crédit dans le temps (1995-2005).²² L'analyse empirique repose sur un jeu

²² Compte tenu de la couverture limitée des PFR dans les données portant sur le marché boursier avant 2000 et après 2007, notre analyse des variations des écarts porte uniquement sur le ratio du crédit privé au PIB. Pour les régressions qui expliquent le niveau des écarts, nous choisissons 2005, afin de d'optimiser la couverture des PFR dans l'échantillon. Dans cette section, nous parlons «d'écarts de crédit» pour parler des écarts entre le ratio crédit privé/PIB et les repères.

important de variables explicatives de la littérature (voir Demirguc-Kunt, 2006 pour une synthèse de la littérature) qui englobent des caractéristiques de résultats économiques, des facteurs institutionnels et des politiques du secteur financier. Les résultats de notre régression apparaissent aux Tableaux V.1-2. De la Torre et al. (2011) fournissent aussi des preuves empiriques sur le rôle des cadres informationnels et contractuels à l'origine des écarts bancaires dans les pays.

78. Explication des variations de niveau entre les pays. Un certain nombre de variables sectorielles macroéconomiques et financières sont associées au niveau des écarts de crédit privé au PIB, aux marges nettes d'intérêts, à la capitalisation boursière au PIB et au taux de rotation boursière (Tableau V.1). Compte tenu de la multi-colinéarité entre les variables dépendantes, elles sont introduites à la fois une par une et toutes ensemble dans les spécifications données dans le Tableau V.1.

- Les pays qui ont des régimes de change plus souples ont tendance à avoir des écarts de crédit plus marqués ainsi que des spreads d'intermédiation plus élevés par rapport à leurs pairs, tandis qu'une inflation inférieure est associée à des écarts de crédit moins importants et des spreads plus serrés.²³
- Des entrées importantes d'envois de fonds étaient associées à une plus grande intermédiation bancaire et à des spreads inférieurs; il semblerait que les économies plus ouvertes affichent des écarts inférieurs en matière de crédit privé et de capitalisation boursière.
- S'agissant des variables financières, un plus grand nombre de banques publiques (une plus grande part de banques publiques dans le total des banques) était associé à des écarts plus importants de crédit privé ainsi qu'à des mesures de la profondeur et de la liquidité du marché boursier. Bien que la concentration des banques ait un effet négligeable sur le niveau des écarts bancaires et boursiers, elle a tendance à être associée à des spreads plus importants de l'intermédiation.
- De plus grands progrès dans l'ensemble des réformes du secteur financier²⁴ étaient liés à une réduction des écarts de crédit privé. Par exemple, les restrictions relatives aux prêts bancaires (par exemple, les obligations de diversité géographique) étaient associées à des écarts plus importants de crédit privé mais à des spreads d'intermédiation inférieurs.
- Enfin, on relève quelques preuves d'arbitrage/de concurrence entre les activités bancaires et boursières. Une plus large présence étatique dans le système bancaire et des contrôles du crédit,

²³ Il convient de noter que, contrairement aux trois autres variables financières analysées, un écart positif pour le spread d'intérêts nets correspond à une sur-performance, c'est-à-dire que le spread du pays est inférieur à ce que l'on pourrait prédire compte tenu de ses caractéristiques structurelles.

²⁴ Les variables, construites par Abiad et al. (2008), résument les progrès des réformes financières s'agissant des dimensions suivantes : contrôles du crédit, contrôles des taux d'intérêt, obstacles à l'entrée, part de l'État dans le secteur bancaire, restrictions du compte de capital, réglementation et supervision prudentielles et politique du marché des titres. Le manque d'importance de cette variable suggère que tous ces aspects de la réforme financière ne sont pas nécessairement associés à une plus grande profondeur.

même s'ils existent dans les pays dont les écarts de crédit sont plus importants, étaient aussi liés à des écarts du marché boursier moins marqués.

79. Facteurs qui comblent les écarts de taux dans le temps. Nous avons aussi identifié les facteurs qui pourraient expliquer comment on peut réussir à combler les écarts de crédit privé dans le temps (Tableau V2). Un certain nombre de variables qui expliquent le niveau des écarts sont aussi associées à des variations dans ces écarts, mais avec quelques différences clés.

- Si une faible inflation est importante pour expliquer à la fois les variations et le niveau des écarts, les crises financières et la diminution du risque systémique sont statistiquement des facteurs importants pour expliquer la variation des écarts dans le temps.²⁵ Bien que les pays dont les régimes de change sont plus souples aient présenté des écarts supérieurs en moyenne en 2005, ils étaient plus susceptibles de les avoir réduits dans le temps. Qui plus est, le degré d'ouverture du commerce ne semble pas avoir eu quelque influence que ce soit sur les variations.
- Comme dans les régressions de niveau, une plus grande présence des banques d'État allait de pair avec une persistance des écarts dans le temps. De plus, l'amélioration de la supervision bancaire, une plus grande facilité d'entrée de nouvelles institutions nationales et étrangères,²⁶ ainsi qu'un allègement des restrictions sur les prêts bancaires²⁷ étaient tous liés à plus grande réduction des écarts.
- Il est intéressant de noter qu'une diminution des écarts de crédit était aussi associée à une plus grande concentration dans le secteur bancaire : la concentration des actifs sur cinq banques présente une relation positive et significative avec une plus grande réduction des écarts. La concentration n'est toutefois pas la même chose que la concurrence, car même les marchés oligopoles peuvent présenter un certain degré de compétitivité. Une concurrence accrue dans le système bancaire intérieur, telle que mesurée par la statistique H (Anzoategui et al. 2010), semble néanmoins avoir une relation négative, quoique mineure, avec les progrès dans la réduction des écarts. Ce dernier résultat pourrait refléter le fait que les faibles niveaux de revenu et la petite taille du marché limitent l'espace pour un plus grand nombre de banques dans le système bancaire. Qui plus est, ces dernières années, il y a eu une tendance croissante à la consolidation sur certains marchés bancaires, car les autorités de réglementation ont relevé le niveau minimum de fonds propres.

²⁵ La variable du risque est une mesure composite obtenue dans le International Country Risk Guide (ICRG). Elle résume des aspects du risque financier, politique et économique et est définie de telle manière qu'une augmentation indique la baisse du risque.

²⁶ On mesure la facilité d'entrée par le pourcentage de demandes de licences accordées aux nouvelles banques intérieures (Dom_acceprate); et par le total des interdictions pesant sur les différents types d'entrées des banques étrangères dans le système (Prohibfor_sum). Ces deux mesures sont obtenues à partir de l'Enquête de la Banque mondiale sur la réglementation bancaire.

²⁷ Reprises par deux variables : les contrôles du crédit, obtenus dans la base de données de Abiad, et al (2008) sur la réforme financière, et Geogr_divers, une variable de substitution obtenue dans l'Enquête de la Banque mondiale sur la réglementation bancaire, qui montre si les prêts des banques sont soumis à des obligations de diversité géographique.

- Enfin, une plus grande générosité des assurances de dépôts (la couverture maximum en ratio du PIB par habitant) de même que les progrès généraux de la réforme financière ont eu tendance à être associés à une meilleure réduction des écarts, quoique minime.

80. Notre analyse montre que les pays qui ont été les plus à même d'approfondir leur secteur financier dans le temps — c'est-à-dire de réduire leurs écarts de crédit privé — présentaient en général une ou plusieurs caractéristiques macroéconomiques et financières: ils évitaient les crises financières et leurs risques politiques et financiers étaient globalement inférieurs, ils autorisaient davantage de participation aux activités bancaires, la présence de l'État dans les banques était limitée, ils n'avaient pas imposé trop de restrictions sur les prêts bancaires et ils avaient de solides cadres de réglementation et de supervision en place. Enfin, la concentration dans le système bancaire était associée à une réduction des écarts de crédit dans le temps, mais aussi à des spreads d'intermédiation plus marqués. Même s'il existe une corrélation entre nombre de ces caractéristiques — la présence d'un grand nombre d'entre elles en même temps dans les régressions a minimisé leur importance — on obtient une image globale où l'on constate un équilibre entre les actions favorables au marché qui encouragent l'intermédiation et les prêts et une surveillance appropriée destinée à éviter l'instabilité qui peut neutraliser les avantages durement acquis lors de l'approfondissement.

Références

- Abiad, A., E. Detragiache, and T. Tressel, 2008, "A New Database of Financial Reforms," Document de travail du FMI 08/266 (Washington: Fonds monétaire international).
- Al Hussainy, E., A. Coppola; E. Feyen; A. Ize, K. Kibbuka;, and H. Ren, 2011, "FinStats 2011: A Ready-to-Use Tool to Benchmark Financial Sectors Across Countries and Over Time," mimeo (Banque mondiale).
- Anzoategui, D., M. S. M. Pería, and R. Rocha, 2010, "Bank Competition in the Middle East and Northern Africa Region," World Bank Policy Research Paper No. 5363 (Washington: Banque mondiale).
- De la Torre, A., E. Feyen, and A. Ize, 2011, "Financial Development: Structure and Dynamics," World Bank Working Paper No. 5854 (Washington: Banque mondiale).
- Demirguc-Kunt, A., 2006, "Finance and Economic Development: Policy Choices for Developing Countries" World Bank Policy Research Paper No. 3955 (Washington: Banque mondiale).
- Laeven, L., and F. Valencia, 2008, "Systemic Banking Crises: A New Database," Document de travail du FMI 08/224 (Washington: Fonds monétaire international).
- Micco, A., U. Panizza, and M. Yáñez, 2007, "Bank Ownership and Performance. Does Politics Matter?" *Journal of Banking and Finance*, Vol. 31(1), pp. 291-241.

Tableau 1. Régressions expliquant l'écart de 2005 entre les indicateurs financiers réels et repères pour la profondeur et l'efficacité

Variable de la profondeur financière:	Crédit privé/PIB		Marge nette d'intérêts		Capitalisation boursière/PIB		Taux de rotation					
<i>Variables macroéconomiques</i>												
Crise financière	1.335 (0.192)		-0.521 (-1.513)	-0.454 (-0.633)	-1.090 * (-1.841)	-4.282 (-0.490)	20.283 (1.099)	-10.353 (-0.862)				
Régime de change	2.139 ** (2.134)		-0.223 ** (-2.501)	-0.372 * (-1.763)	-0.375 * (-1.749)	1.716 (1.121)	0.904 (0.266)	-0.590 (-0.362)				
Inflation inverse	-15.122 (-1.040)		3.290 *** (2.877)	5.285 * (1.765)	4.024 (1.528)	13.281 (0.362)	-37.227 (-0.601)	-10.188 (-0.477)				
Envois de fonds	-0.721 ** (-2.206)		0.035 (0.744)	0.437 ** (2.062)	0.415 * (1.843)	0.892 (1.220)	2.149 (0.506)	0.030 (0.062)				
Risques	0.124 (0.325)		-0.007 (-0.218)	0.014 (0.188)	0.068 (1.104)	0.609 (1.005)	1.492 (1.348)	-0.196 (-0.404)				
Ouverture du commerce	-9.626 (-1.632)		-0.216 (-0.447)	0.839 (0.898)	0.236 (0.307)	-13.541 * (-1.716)	-18.000 (-1.529)	-6.931 (-0.824)				
<i>Structure et politiques du secteur financier</i>												
Supervision bancaire		-3.189 (-0.572)		0.698 (1.061)		4.184 (0.562)	0.322 (0.036)		5.563 (0.855)			
Privatisation		-9.772 ** (-2.385)		-0.378 (-0.876)		-1.858 (-0.292)	1.144 (0.148)		11.856 * (2.007)			
Contrôles de crédit		-0.476 (-0.094)		0.913 (1.508)		9.196 (1.138)	16.110 * (1.798)		-9.090 * (-1.717)			
Prohibfor_sum		-9.862 *** (-3.246)	-8.651 ** (-2.667)	1.050 (1.487)	1.335 * (1.759)	-6.363 (-1.409)	6.213 (0.360)	4.702 (0.945)	2.754 (0.371)			
Concent_assets		-11.277 (-0.574)	-16.955 (-0.797)	-5.240 * (-1.931)	-4.073 * (-1.799)	-35.202 (-1.123)	-23.494 (-0.445)	-28.847 (-1.120)	-37.827 (-1.288)			
Gov_numshr		18.315 *** (2.940)	9.964 (1.322)	-0.686 (-1.539)	-0.216 (-0.497)	42.814 *** (4.554)	52.709 *** (3.622)	48.077 *** (4.674)	35.261 *** (6.277)			
Geogr-divers		37.827 (1.461)	33.332 (1.672)	2.033 ** (2.337)	2.434 ** (2.358)	14.563 (0.587)	9.867 (0.307)	9.427 (0.769)	5.908 (0.744)			
Dis_limit_gdppc												
Financial reform_n		-61.976 ** (-2.268)			3.212 (0.881)				25.518 (0.653)			
Constante	24.401 (0.829)	54.280 ** (2.350)	36.806 ** (2.073)	1.480 (0.579)	-4.122 (-0.975)	-5.357 (-1.417)	3.805 (0.078)	-7.663 (-0.458)	-80.337 (-0.994)	53.159 (0.918)	-14.703 (-0.997)	-12.950 (-0.491)
Observations	95	55	55	95	40	40	69	49	37	67	47	47
R-au carré	0.140	0.243	0.296	0.164	0.404	0.337	0.104	0.254	0.437	0.031	0.319	0.150

Ce tableau présente les résultats des régressions avec la méthode MCO qui expliquent l'écart de 2005 entre la moyenne de référence et le niveau observé pour chaque variable de profondeur du secteur financier (crédit privé/PIB, marge nette d'intérêts, capitalisation boursière/PIB et taux de rotation). Les régresseurs sont classés en deux grands groupes: *Macroeconomic and institutional variables* (*Variables macroéconomiques et institutionnelles*), y compris: *Financial crisis* (*Crise financière*), une variable de substitution qui exprime si le pays a connu au moins une crise financière telle que définie dans Laeven et Valencia, (2008) au cours de la précédente décennie; *Exchange rate regime* (*Régime de change*), un nombre entre 0 (régime d'ancrage fixe) et 8 (flottement complet); *Inverse of inflation* (*Inflation inverse*), *Remittances* (*Envois de fonds*), (le ratio des entrées de fonds au PIB), *Risk* (*Risque*), (un indicateur composite de risque de l'ICRG, qui résume les mesures de risques financiers, politiques et économiques) et *Trade openness* (*Ouverture du commerce*), (le total des importations et exportations en pourcentage du PIB). Le second groupe de régresseurs inclut *Financial sector structure and policies* (*Structure et politiques du secteur financier*): quatre variables tirées de la base de données de la réforme financière d'Abiad, et al (2008): *Banking supervision* (*Supervision bancaire*), *Privatization* (*Privatisation*), *Credit controls* (*Contrôles de crédit*), et une variable de synthèse, *Financial reform_n*, qui est normalisée entre 0 (faible libéralisation) et 1 (libéralisation étendue). Les *H-statistic* sont une mesure de la concurrence bancaire telle qu'estimée par Anzoategui, et al (2011). Enfin, une série de variables tirées de l'Enquête de la Banque mondiale sur la réglementation bancaire: *Dom_acceptrate*, le pourcentage de demandes de licences acceptées pour les nouvelles banques intérieures; *Prohibfor_sum*, une variable exprimant les restrictions à l'entrée de banques étrangères, *Concent_assets*, la part du total des actifs des cinq banques les plus importantes; *Gov_numshr*, le pourcentage de banques d'État et *Geogr_divers*, une variable de substitution qui montre si les prêts sont assortis d'obligations de diversité géographique. Les statistiques-t-robustes sont présentées entre parenthèses et les niveaux d'importance à 10% (*), 5% (**) et 1% (***) sont indiqués.

Tableau 2. Régressions expliquant la variation de l'écart en 1995-2005 entre la profondeur financière de référence et réelle

Variable de la profondeur	Variable dépendante: crédit privé/PIB																													
<i>Variables macroéconomiques</i>																														
Crise financière	7.168 ** (2.381)																			9.713 *** (2.635)	11.500 ** (2.101)									
Régime de change	-0.688 (-0.847)																			-0.138 (-0.117)										
Inflation inverse		-19.87 * (-1.946)																		5.499 (0.333)										
Envois de fonds			-0.131 (-0.467)																	-0.280 (-1.014)										
Risques				-0.477 ** (-2.559)																-0.532 ** (-2.071)										
Ouverture du commerce					3.418 (0.885)															-2.857 (-0.726)	0.172 (0.398)									
<i>Structure et politiques du secteur financier</i>																														
Supervision bancaire																				-11.030 *** (-3.216)	-7.958 * (-1.939)	-9.816 ** (-2.530)	-10.784 ** (-2.237)							
Privatisation																				-2.413 (-0.982)	2.619 (1.491)	-0.324 (-0.135)	-0.087 (-0.039)							
Contrôles de crédit																				-3.911 (-1.074)	-0.474 (-0.121)									
Statistiques H																				11.308 (1.249)	10.795 (1.049)									
Dom_acceptrate																					-13.985 ** (-2.390)		-14.773 ** (-2.082)							
Prohibfor_sum																					6.456 * (1.968)		5.349 (1.191)	7.339 ** (2.237)	5.413 (1.016)	4.801 (1.434)				
Concent_assets																						-26.482 ** (-2.601)		-41.703 *** (-3.221)	-43.315 *** (-2.977)	-38.147 *** (-2.786)	-35.041 *** (-2.871)			
Gov_numshr																								11.149 ** (2.188)		13.602 *** (3.014)	10.893 *** (3.133)	19.276 (0.435)		
Geogr_divers																								12.116 * (1.799)		12.586 (1.619)	20.077 *** (4.070)	20.581 *** (3.926)		
Dis_limit_gdppc																										-2.714 (-1.433)		-1.644 (-0.598)		
Financial_reform_n																											-23.942 (-1.429)		-26.310 (-1.341)	-45.751 (-0.894)
Constante	-2.861 (-1.482)	3.238 (0.746)	2.318 (0.984)	-0.325 (-0.189)	31.653 *** (2.662)	-14.324 (-0.957)	42.485 * (1.920)	15.312 *** (3.008)	1.937 (0.494)	7.084 (0.848)	-5.151 (-0.945)	5.721 (1.426)	-3.950 * (-1.777)	17.438 ** (2.385)	-2.212 (-0.837)	-2.405 (-1.275)	4.527 (0.849)	15.330 (1.341)	3.436 (0.292)	40.335 *** (3.736)	36.223 *** (2.745)	41.501 *** (2.716)	34.638 (0.952)	22.441 (0.852)						
Observations (pays)	149	149	130	125	121	143	94	83	83	83	68	52	108	91	81	109	30	83	50	53	50	53	23	61						
R au carré	0.034	0.005	0.040	0.001	0.069	0.009	0.153	0.127	0.012	0.014	0.016	0.048	0.058	0.061	0.018	0.018	0.026	0.033	0.075	0.336	0.252	0.273	0.171	0.378						

Ce tableau présente les résultats des régressions avec la méthode MCO qui expliquent l'écart de 2005 entre la moyenne de référence et le niveau observé pour chaque variable de profondeur du secteur financier (crédit privé/PIB, marge nette d'intérêts, capitalisation boursière/PIB et taux de rotation). Les régresseurs sont classés en deux grands groupes: *Macroeconomic and institutional variables* (Variables macroéconomiques et institutionnelles), y compris: *Financial crisis* (Crise financière), une variable de substitution qui exprime si le pays a connu au moins une crise financière telle que définie dans Laeven et Valencia, 2008) au cours de la précédente décennie; *Exchange rate regime* (Régime de change), un nombre entre 0 (régime d'ancrage fixe) et 8 (flottement complet); *Inverse of inflation* (Inflation inverse), *Remittances* (Envois de fonds), (le ratio des entrées de fonds au PIB), *Risk* (Risque), (un indicateur composite de risque de l'ICRG, qui résume les mesures de risques financiers, politiques et économiques) et *Trade openness* (Ouverture du commerce), (le total des importations et exportations en pourcentage du PIB). Le second groupe de régresseurs inclut *Financial sector structure and policies* (Structure et politiques du secteur financier): quatre variables tirées de la base de données de la réforme financière d'Abiad, et al (2008): *Banking supervision* (Supervision bancaire), *Privatization* (Privatisation), *Credit controls* (Contrôles de crédit), et une variable de synthèse, *Financial reform_n*, qui est normalisée entre 0 (faible libéralisation) et 1 (libéralisation étendue). Les *H-statistic* sont une mesure de la concurrence bancaire telle qu'estimée par Anzoategui, et al (2011). Enfin, une série de variables tirées de l'Enquête de la Banque mondiale sur la réglementation bancaire: *Dom_acceptrate*, le pourcentage de demandes de licences acceptées pour les nouvelles banques intérieures; *Prohibfor_sum*, une variable exprimant les restrictions à l'entrée de banques étrangères, *Concent_assets*, la part du total des actifs des cinq banques les plus importantes; *Gov_numshr*, le pourcentage de banques d'État et *Geogr_divers*, une variable de substitution qui montre si les prêts sont assortis d'obligations de diversité géographique. Les statistiques-t-robustes sont présentées entre parenthèses et les niveaux d'importance à 10% (*), 5% (***) et 1% (***) sont indiqués.

VI. DÉTERMINANTS DES MARGES DE TAUX D'INTÉRÊT DANS LES PAYS À FAIBLE REVENU²⁹

Cette note reprend les données recueillies auprès des entreprises pour examiner les éléments qui déterminent la persistance de marges de taux d'intérêt élevés dans les PFR, par deux méthodes complémentaires : i) une ventilation des marges de taux d'intérêt entre les composantes de coûts et de profit; ii) une analyse par régression du modèle de courtier. Il ressort de l'analyse que si le nombre de facteurs spécifiques aux banques (la taille par exemple) sont pertinents, la faible concurrence entre établissements bancaires reste un élément clés des marges de taux d'intérêt élevés dans les pays à faible revenu.

81. Marges élevées, variable de substitution des coûts d'intermédiation. La marge de taux d'intérêt nette, qui correspond à la différence entre les taux débiteur et créditeur, est une mesure communément acceptée du coût des services d'intermédiation bancaire dans une société. Les recherches montrent que le coût de l'intermédiation financière a d'importantes répercussions sur la performance économique (Jayaratne et Strahan, 1996; Rajan et Zingales, 1998). Des coûts d'intermédiation élevés peuvent constituer un obstacle majeur à l'approfondissement financier dans les PFR. La persistance de fortes marges peut dénoter certains problèmes systémiques : manque de compétitivité, perception de risques de marché et de crédit, fragilité de l'assise financière des banques, déséconomies d'échelle liées à l'étroitesse des marchés, coûts d'exploitation élevés dus au faible degré d'efficacité, environnement institutionnel peu propice et existence de contraintes réglementaires diverses qui faussent les marchés financiers.

82. Analyse. Pour l'étude des déterminants des marges de taux d'intérêt élevées et persistantes dans les PFR et dans les pays émergents, un panel de séries de données portant sur 359 banques commerciales de 48 PFR et 2535 banques commerciales de 67 pays émergents a été retenu, pour la période 1996-2010. Il ressort de cette analyse que le manque de concurrence sur le marché bancaire reste l'un des obstacles majeurs à la baisse des coûts d'intermédiation financière dans les PFR. Les faibles capacités institutionnelles jouent aussi un rôle de premier plan. Ces constats rassemblés prouvent amplement que les PFR pourraient réduire les marges de taux d'intérêt en prenant des mesures de promotion de la concurrence sur le marché bancaire, de desserrement des restrictions imposées à l'entrée sur ce marché et de renforcement des capacités institutionnelles.

A. Décomposition des marges de taux d'intérêt

Cadre

83. Décomposition. Nous décomposons les marges de taux d'intérêt à partir de la méthode proposée par Randall (1998). Le compte de résultat des banques se définit le bénéfice comme le

²⁸ Préparée par Tigran Poghosyan (FAD).

produit des intérêts (II) plus le produit hors intérêts (NII) moins les charges d'intérêt (IP), les coûts d'exploitation (OC) et les provisions pour pertes sur prêts (Prov). En supposant que les banques placent leurs passifs porteurs d'intérieurs (diminués du ratio de réserves obligatoires, ρ) en actifs porteur d'intérêts et en définissant la marge d'intérêt comme la différence entre le taux d'intérêt implicite sur les actifs (II/L) et les dépôts (IP/D), nous obtenons l'expression suivante :

$$i_L - i_D = \rho * i_L + \frac{OC}{D} + \frac{Pr\ ov}{D} + ROA * \frac{A}{D} - \frac{NII}{D} + \varepsilon \quad (1)$$

où D représente les passifs porteurs d'intérêts, L les actifs porteurs d'intérêts, A le total des actifs, $ROA = P/A$ la rentabilité bancaire et ε un terme d'erreur lié à d'autres facteurs échappant au modèle.

84. Résultats. Le graphique VI.1 fait état de la distribution des marges de taux d'intérêt par percentile dans les pays émergents et les PFR. Il montre que l'écart moyen dans les PFR (11 %) est d'environ 1 % supérieur à l'écart moyen des pays émergents. Le test statistique de Mann-Whitney ressortant à -6,36 indique que la différence entre ces moyennes est significative à un intervalle de confiance de 1 %. En outre, les 25^e et 75^e centiles de la marge de taux d'intérêt des PFR sont de près de 1 % supérieurs à ceux des pays émergents. Ceci signifie que l'ensemble de la distribution des marges des PFR est au-dessus de la distribution pour les pays émergents, ce qui permet de déduire que les coûts d'intermédiation financière sont plus élevés dans les PFR pris en groupe que dans les pays émergents.

85. Déterminants. Pour étudier les principaux déterminants des coûts d'intermédiation élevés dans les PFR, le graphique VI.1 rend aussi compte de la distribution par centile des déterminants clés des marges de taux d'intérêt à partir de la décomposition (équation 1). Les tableaux indiquent que le facteur clé tirant les marges dans les PFR par opposition aux pays émergents tient à la plus forte rentabilité des banques des PFR. Ces différences pourraient s'expliquer par le niveau de concurrence sur le marché bancaire. Autre facteur, l'importance des provisions pour pertes sur prêts qui indique que les banques des PFR fonctionnent dans un environnement dans lequel le risque de crédit est plus élevé. Il est intéressant de noter que les coûts moyens d'exploitation dans les PFR sont légèrement inférieurs que dans les pays émergents. Ce constat pourrait indiquer qu'une banque située dans la moyenne des PFR n'est pas foncièrement moins efficace qu'un établissement comparable des pays émergents. En revanche, cela pourrait signifier que les banques des PFR ont une plus grande puissance commerciale et sont à même de réduire leurs coûts d'exploitation (salaires des employés par exemple) pour dégager des profits plus importants. Les banques des PFR disposent aussi de recettes hors intérêts un peu plus élevées, ce qui devrait abaisser les marges selon la spécification (1).

B. Analyse économétrique

Cadre

86. Analyse. Bien que le cadre comptable décrit ci-dessus permette de ventiler les déterminants des marges de taux d'intérêt entre les composantes coûts et profits, il ne repose donc pas sur un

modèle de banque cherchant à maximiser ses profits. Par conséquent, il n'intègre pas de façon explicite le rôle de la compétitivité ni d'autres variables spécifiques aux pays et ne peut permettre de prédire comment l'écart réagit aux variations des déterminants pertinents de la marge. Nous avons donc complété notre analyse par des méthodes économétriques.

87. Spécification empirique. La spécification empirique du modèle de courtier enrichi (Maudos et Fernandez de Guevara, 2004; Poghosyan, 2010; Fungacova et Poghosyan, 2011) prend la forme suivante²⁹ :

$$\text{Margin}_{ijt} = \alpha_i + \sum_{n=1}^N \beta_n B_{nijt-1} + \sum_{m=1}^M \gamma_m M_{mijt} + \sum_{k=1}^K \lambda_k I_{kijt} + \sum_{l=1}^L \eta_l R_{lijt} + TE_t + \varepsilon_{ijt} \quad (2)$$

où les indices i, j et t représentent respectivement la banque, le pays et le moment, *Margin* la marge de taux d'intérêt, B un vecteur des déterminants spécifiques aux banques (théoriquement motivés) tandis que M, I et R représentent respectivement les vecteurs des déterminants macroéconomiques, institutionnels et réglementaires et ε_{ijt} un terme d'erreurs aléatoires indépendantes et identiquement distribuées. L'hétérogénéité de chaque banque est saisie par le terme constant à effets fixes α_i , et la variation temporelle par un vecteur de variables de substitution temporelles, TE . Les variables explicatives spécifiques aux banques sont prises avec un décalage pour atténuer les problèmes de simultanéité. Le tableau VI.1 donne les définitions de variables et des sources. L'analyse porte sur un panel de 359 banques commerciales et 48 PFR, et sur 2535 banques commerciales de 67 pays émergents pour la période 1996-2010.

88. Résultats. Le tableau VI.2 présente les résultats estimatifs pour les PFR et le tableau VI.3 ceux des pays émergents.

- *Déterminants spécifiques aux banques* (colonnes 1-2). À peu d'exceptions près, les signes et le degré de signification des coefficients estimatifs sont remarquablement similaires entre les PFR et les pays émergents mais diffèrent par leur ampleur économique. Les résultats de l'estimation indiquent que les *grandes banques* présentent généralement des marges plus faibles. Ceci est conforme aux théories qui soulignent l'importance des effets d'échelle s'agissant des coûts d'intermédiation financière. L'ampleur économique de cette variable est la plus forte dans les déterminants spécifiques aux banques, indiquant qu'une augmentation d'un écart-type de la taille de la banque réduit la marge de 1,9 et 5,0 % respectivement dans les PFR et les pays émergents. Conforme à cet égard à l'hypothèse des coûts d'opportunité, une proportion plus importante d'*actifs liquides* dope les marges bancaires, les banques compensant les coûts additionnels liés à la détention de liquidités en prélevant des marges plus importantes sur d'autres actifs. Les banques *plus réticentes au risque/mieux capitalisées* tendent à avoir des

²⁹ Inclusion of the lagged dependent variable in the above specification produces a relatively low persistence coefficient (about 0.3), suggesting that dynamic effects are modest. In light of this result and to avoid technical problems associated with estimating dynamic panel models (e.g., weak instruments and small sample bias), we follow the previous literature and use the fixed effects panel estimator without a lagged dependent variable.

marges plus réduites. Ceci peut s'expliquer par les réticences des banques risquophobes à s'engager dans des opérations de prêt plus rentables mais plus risquées. Comme prévu, un *risque de crédit* plus prononcé est associé aux marges plus grandes, les banques exigeant des profits plus importants pour compenser la prise de risque. Enfin, les banques les moins efficaces qui ont des *charges d'exploitation* plus élevées appliquent de plus grandes marges.

- La *part de marché* entre de manière positive et significative dans toutes les spécifications des PFR mais elle est insignifiante pour les pays émergents une fois que les variables spécifiques au pays sont intégrées au calcul de la régression. Ceci implique qu'un faible degré de concurrence entraîne des coûts d'intermédiation accrus, principalement dans les PFR. L'ampleur économique de cette variable est importante, montrant qu'une augmentation d'un écart-type de la part de marché d'une banque augmente sa marge de taux d'intérêt de 2,5-4,0 %, selon la spécification.
- Les *variables macroéconomiques* ont un impact significatif sur les marges de taux d'intérêt dans les PFR, pris individuellement ou en groupe (colonnes 3-5). Ce résultat indique que les risques liés aux fluctuations macroéconomiques dans les PFR sont déjà intégrés dans les déterminants de la marge spécifiques aux banques. Ceci contraste fortement avec les pays émergents où le niveau d'inflation plus élevé a un impact significatif et positif sur les marges tandis qu'une hausse de la croissance de la production tend à réduire les marges.
- *Environnement institutionnel*. Les pays qui présentent un *environnement institutionnel* plus propice aux affaires tendent à avoir des marges plus réduites (colonnes 6-9). Les quatre variables de substitution de la qualité – l'indice composite *KKZ de l'État de droit, de la lutte contre la corruption* et de la *qualité du cadre réglementaire* – ont un impact négatif et significatif sur les marges dans les PFR et les pays émergents. Il est intéressant de noter que l'impact économique des caractéristiques institutionnelles est significatif, comparé aux déterminants spécifiques aux banques. En particulier, une fois que les caractéristiques institutionnelles sont intégrées, la mesure de l'efficacité spécifique des banques et les économies d'échelle perdent de leur importance pour expliquer les marges de taux d'intérêt.
- *Variables liées à la réglementation*. Parmi les variables liées au cadre réglementaire, nous observons une forte corrélation positive entre la proportion de banques dont l'agrément a été rejeté et la marge de taux d'intérêt dans les deux groupes de pays (colonne 10). Mais les restrictions imposées aux activités bancaires non traditionnelles comme le courtage de titres, l'assurance, l'immobilier et la prise de participations dans des entreprises non financières, ainsi que les niveaux de réserves obligatoires n'ont pas, contrairement aux pays émergents, un impact significatif sur les marges de taux d'intérêt des banques dans les PFR (colonnes 11-12). Ce résultat pourrait s'expliquer par l'état embryonnaire des marchés boursiers et autres segments du secteur financier non bancaire dans les PFR, qui rend négligeable l'impact de ces restrictions.

Références

- Fungacova, Z., and T. Poghosyan, 2011, "Determinants of Bank Interest Margins in Russia: Does Bank Ownership Matter?" *Economic Systems*, Vol. 35, pp. 481-95.
- Jayaratne, J., and P. Strahan, 1996, "The Finance-Growth Nexus: Evidence from Bank Branch Deregulation," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 111, pp. 639-70.
- Maudos, J., and J. F. de Guevara, 2004, "Factors Explaining the Interest Margin in the Banking Sectors of the European Union," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 28, pp. 2259-2281.
- Poghosyan, T., 2010, "Re-examining the Impact of Foreign Bank Participation on Interest Margins in Emerging Markets," *Emerging Markets Review*, Vol. 11(4), pp. 390-403.
- Rajan, R., and Zingales, L., 1998, "Financial Dependence and Growth," *American Economic Review*, Vol. 88, pp. 559-586.
- Randall, R., 1998, "Interest Rate Spreads in the Eastern Caribbean," IMF Working Paper 98/59 (Washington: International Monetary Fund).

Graphique VI.1 Décomposition des marges de taux d'intérêt

(Moyennes, en pourcentage)

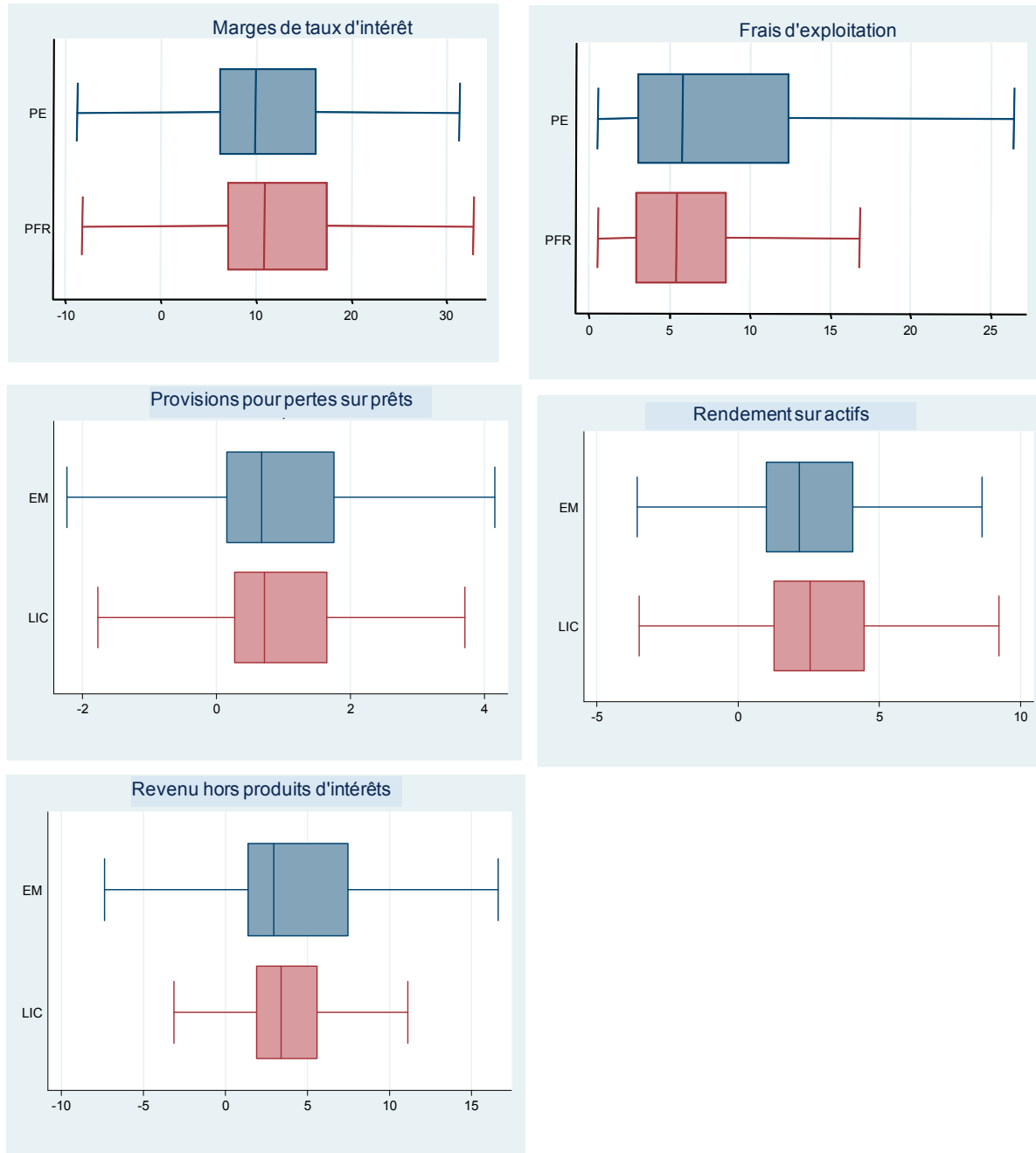


Tableau VI.1 Définitions et sources des variables

Variable	Définition	Source
Marge de taux d'intérêt net	Différence entre le ratio du total des produits d'intérêts et des actifs porteurs d'intérêts et le ratio du total des charges d'intérêt et des passifs portant intérêts.	BankScope
Concentration du marché	Indice de Herfindahl (total des actifs)	BankScope
Charges d'exploitation	Ratio du total des dépenses d'exploitation au total des actifs	BankScope
Aversion pour le risque	Ratio du total des actions au total des actifs	BankScope
Risque de crédit	Ratio des provisions pour pertes sur prêts au total du portefeuille de prêts	BankScope
Liquidité	Ratio des réserves liquides au total des actifs	BankScope
Taille des opérations	Logarithme du chiffres d'affaires	BankScope
Croissance PIB réel	Taux de croissance du PIB réel	FMI, WEO
Inflation	Variation en pourcentage de l'indice des prix à la consommation	FMI, WEO
Indice KKZ	Indice composite des notes du pays en matière de représentation des opinions, de responsabilisation, de stabilité politique, d'efficacité de l'État, du poids de la réglementation, de l'état de droit et de l'absence de corruption	Kaufmann <i>et al</i> (2002)
État de droit	Indice couvrant les conditions d'application des obligations contractuelles, les droits de propriété, la police la justice, ainsi que les risques de criminalité et de violence.	Kaufmann <i>et al</i> (2002)
Lutte contre la corruption	Indice couvrant la petite et la grande corruption ainsi que la "confiscation" de l'État par les élites et les groupes d'intérêts particuliers	Kaufmann <i>et al</i> (2002)
Qualité du cadre réglementaire	Indice couvrant les aspects gnx de la réglementation publique dans tous les aspects de la vie économique (non pas seulement bancaires) qui permettent de promouvoir le développement du secteur privé.	Kaufmann <i>et al</i> (2002)
Pourcentage de refus d'agrément	Proportion des demandes d'agrément bancaire rejetées.	Barth <i>et al</i> (2001, 2004)
Restrictions d'activité	Composite des restrictions imposées sur quatre types d'activité : marchés des valeurs mobilières, assurance, immobilier et participations dans des entreprises non financières.	Barth <i>et al</i> (2001, 2004)
Réserves obligatoires	Variable de substitution prenant la valeur 1 si le pays impose des niveaux de réserves obligatoires.	Barth <i>et al</i> (2001, 2004)

Tableau VI.2 Résultats de l'estimation : les déterminants des marges de taux d'intérêt dans les pays à faible revenu

	Banques		Macroéconomiques			Institutions				Réglementation		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
Part de marché	0.1172*** [0.018]	0.1120*** [0.018]	0.1404*** [0.020]	0.1401*** [0.020]	0.1404*** [0.020]	0.0992*** [0.025]	0.0938*** [0.022]	0.0968*** [0.022]	0.0866*** [0.022]	0.1568*** [0.026]	0.1089*** [0.018]	0.1121*** [0.018]
Frais d'exploitation	0.1351 [0.094]	0.2400** [0.098]	0.2345** [0.101]	0.2373** [0.102]	0.2348** [0.102]	-0.0601 [0.117]	-0.011 [0.103]	-0.027 [0.103]	-0.0022 [0.103]	0.1971 [0.136]	0.2454** [0.099]	0.2391** [0.098]
Aversion pour le risque	-0.0248*** [0.007]	-0.0337*** [0.008]	-0.0328*** [0.008]	-0.0330*** [0.008]	-0.0328*** [0.008]	-0.011 [0.009]	-0.0151* [0.008]	-0.0147* [0.008]	-0.0152** [0.008]	-0.0323*** [0.011]	-0.0338*** [0.008]	-0.0337*** [0.008]
Risque de crédit	0.3115*** [0.034]	0.2893*** [0.034]	0.2952*** [0.035]	0.2948*** [0.035]	0.2951*** [0.035]	0.3151*** [0.036]	0.3145*** [0.034]	0.3116*** [0.033]	0.3176*** [0.033]	0.3404*** [0.043]	0.2884*** [0.034]	0.2884*** [0.034]
Liquidité	0.0506*** [0.013]	0.0631*** [0.013]	0.0611*** [0.014]	0.0609*** [0.014]	0.0611*** [0.014]	0.0600*** [0.016]	0.0623*** [0.014]	0.0651*** [0.014]	0.0622*** [0.014]	0.0749*** [0.020]	0.0619*** [0.014]	0.0631*** [0.013]
Taille	-1.6759*** [0.262]	-1.1589*** [0.416]	-1.2491*** [0.432]	-1.2354*** [0.429]	-1.2493*** [0.432]	-0.5918 [0.565]	-0.5038 [0.493]	-0.689 [0.475]	-0.2276 [0.499]	-0.6895 [0.606]	-1.1445*** [0.423]	-1.1568*** [0.417]
Croissance du PIB			-0.0173 [0.059]		-0.0174 [0.060]							
Inflation				0.0000 [0.012]	-0.0003 [0.012]							
Indice de KKZ						-8.8885*** [1.698]						
État de droit							-2.7831** [1.157]					
Lutte contre la corruption								-4.1712*** [1.055]				
Qualité du cadre réglementaire									-3.5589*** [0.942]			
Taux de refus d'agrément										0.0344*** [0.010]		
Restrictions d'activité											1.2024 [0.747]	
Réserves obligatoires												-0.3613 [0.657]
Constante	29.4961*** [3.475]	21.6368*** [5.650]	22.8305*** [5.905]	22.5573*** [5.832]	22.8362*** [5.911]	10.3111 [7.809]	12.9854* [6.836]	14.3830** [6.415]	9.7247 [6.785]	11.3847 [8.318]	19.8995*** [5.870]	21.8707*** [5.667]
Observations	2,187	2,187	2,050	2,050	2,050	1,397	1,684	1,684	1,684	1,366	2,155	2,187
R ²	0.119	0.137	0.145	0.145	0.145	0.167	0.145	0.151	0.15	0.161	0.14	0.137
Nombre de banques	341	341	317	317	317	308	335	335	335	278	341	341

Note : La variable dépendante est la marge de taux d'intérêt net. Toutes les variables explicatives (sauf la réglementation) sont recueillies avec un décalage. Toutes les spécifications incluent les banques et les effets fixes temporels. *, ** et *** dénotent un degré de signification à 1, 5 et 10 % d'intervalles de confiance, respectivement.

Tableau VI.3 Résultats de l'estimation : les déterminants des marges de taux d'intérêt dans les pays émergents

	Banques		Macroéconomiques			(6)	Institutions			Réglementation		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)		(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
Part de marché	3.0	2.9	3.6	3.6	3.6	2.6	2.4	2.5	2.2	4.1	2.8	2.9
Frais d'exploitation	0.7	1.3	1.3	1.3	1.3	-0.3	-0.1	-0.1	0.0	1.1	1.3	1.3
Aversion pour le risque	-1.5	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-0.7	-0.9	-0.9	-0.9	-1.9	-2.0	-2.0
Risque de crédit	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8	1.6	1.6
Liquidité	1.3	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5	1.6	1.7	1.6	1.9	1.6	1.6
Taille	-2.4	-1.7	-1.8	-1.8	-1.8	-0.8	-0.7	-1.0	-0.3	-1.0	-1.6	-1.7
Croissance du PIB			-0.1		-0.1							
Inflation				0.0	0.0							
Indice de KKZ						-3.8						
État de droit							-1.2					
Lutte contre la corruption								-1.8				
Qualité du cadre réglemen									-1.6			
Taux de refus d'agrément										1.4		
Restrictions d'activité											0.5	
Réserves obligatoires												-0.2
Constante												
Observations	2,187	2,187	2,050	2,050	2,050	1,397	1,684	1,684	1,684	1,366	2,155	2,187
R ²	0.119	0.137	0.145	0.145	0.145	0.167	0.145	0.151	0.15	0.161	0.14	0.137
Nombre de banques	341	341	317	317	317	308	335	335	335	278	341	341

Note : La variable dépendante est la marge de taux d'intérêt net. Toutes les variables explicatives (sauf la réglementation) sont recueillies avec un décalage. Toutes les spécifications incluent les banques et les effets fixes temporels. *, ** et *** dénotent un degré de signification à 1, 5 et 10 % d'intervalles de confiance, respectivement.

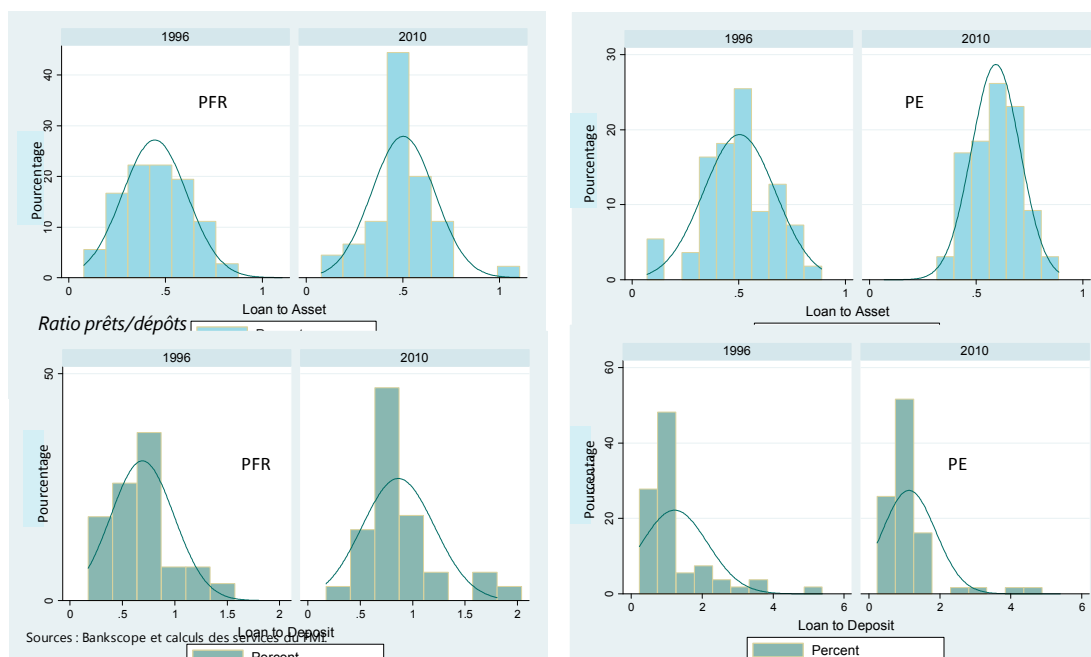
VII. POURQUOI LES BANQUES DES PAYS À FAIBLE REVENU NE PRÊTENT-ELLES PAS³¹?

Cette note examine les raisons pour lesquelles les PFR accordent peu de prêts en étudiant les déterminants des ratios prêts/actifs à partir des données recueillies auprès des banques. L'analyse empirique laisse penser que si les effets d'échelle et le risque de défaut constituent des obstacles majeurs aux activités de prêt bancaire, le cadre institutionnel global est un élément crucial de la dynamique de l'intermédiation dans les PFR.

89. La problématique. Malgré les efforts soutenus de privatisation et de libéralisation menés au cours des vingt dernières années, les banques des PFR prêtent moins que celles d'autres groupes de pays (graphique VII.1), dénotant une faible efficacité de l'intermédiation (Beck *et al*, 2009). En général, les problèmes de financement du secteur privé ne tiennent pas à un manque d'épargne à acheminer vers des activités d'investissement. Au contraire, les banques de nombreux PFR sont surliquides. Les dépôts des clients ne sont pas toujours recyclés en prêts parce que les banques préfèrent couvrir leurs engagements soit en achetant des titres d'État ou en investissant à l'étranger.

Graphique VII.1 Distribution des ratios prêts/actifs et prêts/dépôts des PFR et des PE

(Fréquence en pourcentage)



³⁰ Préparé par Jookyung Ree (APD) et Ke Wang (SPR).

90. Facteurs plausibles. La littérature avance un certain nombre de facteurs pour expliquer le faible niveau des prêts bancaires dans les PFR. Andrianova *et al* (2011) ont élaboré un modèle théorique qui montre que cette situation pourrait dénoter un effet pervers non contrôlé (défauts sur des prêts stratégiques) ou des choix peu judicieux (par manque de bons projets). En appliquant un estimateur de panel dynamique à un vaste échantillon de banques africaines, ces auteurs montrent que les défauts sur prêts sont un important facteur d'inhibition des prêts bancaires lorsque la qualité du cadre réglementaire est mauvaise. Rashid (2011) signale une plus grande pénétration de banques étrangères comme un facteur plausible. Il montre en particulier que la présence accrue de banques étrangères dans les pays en développement est associée à un recours plus prononcé à des crédits non adossés à des dépôts, ce qui contribue à l'augmentation des écarts de taux d'intérêt et à la baisse du crédit au secteur privé. Beck *et al* (2011) signalent l'absence d'un cadre contractuel et d'information robuste, la mauvaise gouvernance et la petite taille des systèmes bancaires de nombre de pays subsahariens comme autant de facteurs plausibles. Cette note réexamine l'importance des caractéristiques propres aux banques et aux pays comme force motrices de l'intermédiation dans les PFR.

A. Méthodologie

91. Spécification. Différentes spécifications de données de panel ont servi pour le calcul de la régression suivante :

$$y_{i,t} = c_i + \alpha y_{i,t-1} + \beta x_{i,t} + \gamma z_{i,t} + u_{i,t} \quad (1)$$

$$u_{i,t} = v_i + e_{i,t} \quad (2)$$

où $i \in I_t \subseteq I = \{1, 2, \dots, N\}$ renvoie à une banque donnée et $t = 1, \dots, T$, le moment de la période. La variable dépendante est le ratio des prêts aux actifs, $x_{i,t}$ un vecteur de variables spécifiques au pays et $z_{i,t}$ un vecteur de variables évolutives propres à une banque (taille, fonds propres, liquidité, risque de défaut, part de marché. Voir tableau VII.1 pour plus de précisions). Deux questions économétriques se posent dans le calcul de l'équation ci-dessus. Premièrement, des variables indépendantes peuvent être endogènes en raison de la simultanéité potentielle ou du lien de causalité inverse. Deuxièmement nous introduisons la variable indépendante décalée comme variable à droite de l'équation. Avec un estimateur à effets fixe, cette variable est, par construction, corrélée avec le terme d'erreur et est donc endogène. Nous employons par conséquent l'estimateur GMM dynamique (à deux phases) suggéré par Blundell et Bond (2000).

92. Données. Les données à l'échelle des banques ont trait à l'observation de leur bilan annuel de 1996 à 2010 à partir de la base de données BankScope. La série de données couvre 366 banques de 49 PFR et 2005 banques de 67 pays émergents (PE). Toutes les variables macroéconomiques des pays proviennent de la base de données des *Perspectives de l'économie mondiale* du FMI³¹. À titre de variable de substitution de la qualité du cadre institutionnel, nous utilisons les indicateurs de gouvernance dans le monde de Kaufmann-Kraay-Mastruzzi (KKM) tirés de la Banque mondiale (allant de -2,5 à 2,5 où des valeurs élevées dénotent une meilleure qualité des institutions), les données des enquêtes sur la réglementation bancaire tirées de Barth *et al* (2001, 2004) et un indice de liberté financière fourni par la Fondation Heritage. Ce dernier mesure l'efficacité bancaire ainsi que l'indépendance vis-à-vis du contrôle de l'État et d'ingérences dans le secteur financier.

B. Résultats empiriques

93. Variables relatives aux banques. Le tableau VII.2 présente les résultats des régressions pour tous les pays en développement et des résultats distincts pour les PFR et les PE, en utilisant des estimateurs d'effets fixes et des estimateurs GMM. S'agissant tout d'abord des variables relatives aux banques (colonnes 1-3, 7-9 du tableau VII.2), les résultats empiriques indiquent que la taille des banques est corrélée de manière positive et significative aux activités de prêts, à savoir que les grandes banques ont généralement des ratios prêts/actifs plus élevés. Ce résultat corrobore les théories qui soulignent l'importance des effets d'échelle sur l'intermédiation financière. Une proportion d'actifs liquides plus élevée augmente le ratio prêts/actifs des bancaires des PFR et des PE. Mais la part de marché a un impact négatif et significatif uniquement dans les calculs de régression des PE, encore que ce résultat ne se vérifie pas pour toutes les spécifications. Il importe de noter que l'activité de prêt bancaire est corrélée de manière négative et significative au risque de crédit (avec pour variable de substitution les provisions pour pertes sur prêts) dans les deux groupes de pays. Ce résultat se vérifie pour toutes les spécifications et souligne le rôle important des risques de crédit comme facteur de dissuasion de l'activité de prêt bancaire.

94. Variables macroéconomiques. Pour examiner le rôle des caractéristiques propres aux pays dans l'incitation des banques à prêter, nous ajoutons les variables macroéconomiques aux variables spécifiques des banques (colonnes 4-6, 10-12 du tableau VII.2). Comme le montre le tableau VII.2, le ratio prêts/actifs dépend du niveau agrégé de l'activité économique, qui constitue la variable de substitution de l'existence de possibilités d'investissement rentables dans un pays. La croissance économique entre positivement et significativement dans toutes les régressions. Par ailleurs, un niveau d'inflation élevé est corrélé de manière négative et significative à l'activité de prêt bancaire, en particulier dans les PE. En outre, à l'exception de la taille des banques (dans les régressions à effets fixes uniquement) et des risques de crédit, la plupart des variables propres aux banques deviennent peu significatives, une fois que les variables macroéconomiques sont intégrées au calcul.

³¹ Plusieurs règles de filtrage ont été établies pour éliminer les données extrêmes : un exercice bancaire où le total des actifs a plus que doublé a été éliminé, quelque soit la source de l'expansion; un exercice sur lequel les prêts bruts ont plus que triplé ou ont été contractés à plus des deux-tiers a été éliminé; des observations non positives du total des actifs, du total des actions et des prêts bruts ont été retirées; les banques des très grands pays émergents (Chine et Inde) ont été exclues.

95. Qualité du cadre institutionnel. Pour étudier le rôle de l'environnement institutionnel dans la dynamique de l'activité de prêt bancaire dans les PFR, nous ajoutons aux régressions GMM de base, un nombre de variables de substitution qui rendent compte de la qualité du cadre institutionnel et réglementaire. Elles sont introduites une à une, en raison de leur forte multicollinéarité. Les résultats empiriques (voir Tableau VII.3) font apparaître que les banques des pays qui disposent de cadres d'information, d'application et d'exécution des obligations contractuelles robustes ont tendance à avoir un portefeuille de prêts plus important. Plusieurs variables de substitution de la qualité du cadre institutionnel — l'indice composite KKZ et les sous-indices rendant compte de la vigueur de l'État de droit et de la lutte contre la corruption — ont un impact positif et significatif sur les ratios prêts/actifs des PFR. Ces résultats indiquent aussi qu'une plus grande liberté financière — faible degré d'intervention de l'État dans les banques et autres sociétés financières sous forme de participation directe ou indirecte au capital, degré de développement plus avancé des marchés financiers et de capitaux, influence limitée de l'État dans l'allocation des crédits et ouverture à la concurrence étrangère — a un effet positif et significatif sur l'activité de prêt bancaire. Enfin, pour les variables du cadre réglementaire, nous constatons une forte corrélation négative entre la fraction de rejet de l'agrément bancaire et la propension à prêter, ce qui souligne le rôle de la concurrence dans la stimulation de l'activité de prêt bancaire.

Tableau VII.1 Définitions et sources des variables

<i>Variable</i>	<i>Définition</i>	<i>Source</i>
Prêts	Prêts bruts, en millions de dollars EU pour chaque établissement bancaire	BankScope
Actif	Total des actifs, en millions de dollars EU pour chaque établissement bancaire	BankScope
Ratio prêts/actif	Portefeuille de prêts rapporté au total des actifs, en pourcentage	BankScope
Taille	Taille de l'actif, en logarithme naturel	BankScope
Capital	Actif rapporté au capitaux propres d'un établissement bancaire, en pourcentage	BankScope
Liquidité	Réserves liquides rapportées au total des actifs, en pourcentage	BankScope
Concentration du marché	Indice de Herfindahl (total des actifs)	BankScope
Risque de défaut	Ratio provisions pour pertes sur prêts/total des prêts	BankScope
Croissance du PIB	Taux de croissance réelle du PIB, en pourcentage	FMI, WEO
Inflation	Variation en pourcentage de l'indice des prix à la consommation	FMI, WEO
Indice KKZ	Indice composite des notes du pays en matière de représentation des opinions, de responsabilisation, de stabilité politique, d'efficacité de l'État, du poids de la réglementation, de l'état de droit et de l'absence de corruption. Échelle de -2,5 à 2,5.	Kaufmann <i>et al</i> (2002)
État de droit	Indice couvrant les conditions d'application des obligations contractuelles, les droits de propriété, la police la justice, ainsi que les risques de criminalité et de violence.	Kaufmann <i>et al</i> (2002)
Lutte contre la corruption	Indice couvrant la petite et la grande corruption ainsi que la "confiscation" de l'État par les élites et les groupes d'intérêts particuliers.	Kaufmann <i>et al</i> (2002)
Qualité du cadre réglementaire	Indice couvrant les aspects gnx de la réglementation publique dans tous les aspects de la vie économique (non pas seulement bancaires) qui permettent de promouvoir le développement du secteur	Kaufmann <i>et al</i> (2002)
Taux de refus d'agrément	Proportion des demandes d'agrément bancaire rejetées.	Barth <i>et al</i> (2001, 2004)
Restrictions à l'activité bancaire	Composite des restrictions imposées sur quatre types d'activité : marchés des valeurs mobilières, assurance, immobilier et participations dans des entreprises non financières.	Barth <i>et al</i> (2001, 2004)
Liberté financière	Indice mesurant la liberté financière à partir des restrictions imposées aux banques et à l'investissement sur une échelle de 0 à 100. Il constitue un indicateur du climat des affaires.	Heritage Foundation et Wall Street Journal

Tableau VII.2 Effets des variables propres aux banques et des variables macroéconomiques sur le ratio prêts/actifs, 1960-2010

(Modèle d'effets fixes et modèle GMM)

VARIABLE	Modèle à effets fixes						Modèle GMM					
	Données des banques			Données macroéconomiques			Données des banques			Données macroéconomiques		
	Toutes (1)	PE (2)	PFR (3)	Toutes (4)	PE (5)	PFR (6)	Toutes (7)	PE (8)	PFR (9)	Toutes (10)	PE (11)	PFR (12)
Prêts/actifs (-1)	0.585*** [53.00]	0.575*** [47.36]	0.621*** [23.28]	0.624*** [56.14]	0.624*** [51.17]	0.620*** [22.42]	1.041*** [9.239]	1.112*** [7.858]	0.892*** [3.649]	0.915*** [6.494]	0.859*** [5.581]	1.107** [2.505]
Taille	2.528*** [9.976]	2.749*** [9.814]	1.256** [2.096]	2.315*** [8.804]	2.536*** [8.670]	1.327** [2.153]	6.754*** [2.585]	8.886*** [2.820]	8.981** [2.092]	0.0589 [0.0158]	0.0802 [0.0179]	6.412 [0.980]
Capital	-0.00692 [-0.327]	0.0118 [0.503]	-0.0817 [-1.642]	-0.0253 [-1.131]	-0.00398 [-0.159]	-0.0966* [-1.902]	0.00708 [0.0433]	0.0770 [0.372]	0.292 [0.858]	0.0750 [0.421]	0.0452 [0.228]	0.129 [0.284]
Liquidité	0.0464*** [4.390]	0.0471*** [4.075]	0.0363 [1.373]	0.0216** [2.050]	0.0190* [1.664]	0.0334 [1.220]	0.200** [2.131]	0.223** [1.978]	0.341* [1.669]	0.113 [0.966]	0.0513 [0.424]	0.386 [1.096]
Concentration du marché	-0.0383** [-2.572]	-0.0679*** [-3.463]	-0.00654 [-0.291]	-0.0314** [-2.136]	-0.0518*** [-2.741]	-0.00649 [-0.272]	-0.000718 [-0.0259]	0.0534 [1.593]	-0.0520 [-1.116]	-0.00186 [-0.0716]	0.0473 [1.542]	-0.0571 [-1.031]
Risque de défaut	-0.105*** [-5.158]	-0.0955*** [-4.447]	-0.185*** [-2.815]	-0.0950*** [-4.729]	-0.0848*** [-4.008]	-0.191*** [-2.853]	-0.125*** [-3.040]	-0.108** [-2.457]	-0.225* [-1.852]	-0.115*** [-3.020]	-0.100*** [-2.756]	-0.235* [-1.864]
Croissance du PIB				0.0702*** [2.605]	0.0734** [2.440]	0.132* [1.893]				0.129*** [2.829]	0.110** [2.054]	0.181** [2.052]
Inflation				-0.0490*** [-3.669]	-0.0482*** [-3.366]	-0.0456 [-1.136]				-0.0648** [-2.346]	-0.0884*** [-2.760]	0.0488 [0.773]
Observations	9,721	8,022	1,699	7,902	6,316	1,586	7,394	6,062	1,332	6,319	5,072	1,247
Nombre de banques	2,033	1,718	315	1,318	1,025	293	1,593	1,338	255	1,121	883	238
Pseudo R ²	0.374	0.372	0.407	0.441	0.452	0.406	0.476	0.418	0.517	0.81	0.818	0.562
Test de la valeur p de Hanse	-	-	-	-	-	-	0.406	0.289	0.116	0.760	0.659	0.463
Test de la valeur p de A-B A	-	-	-	-	-	-	0.104	0.123	0.157	0.139	0.184	0.493
Test de la valeur p de Sarga	-	-	-	-	-	-	0.756	0.475	0.373	0.879	0.619	0.545

Statistiques t de Student entre crochets. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1.

Note : Écart-type des estimateurs de la méthode des moments généralisés en deux étapes de Windrejec (2005). Toute les calculs de régression incluent l'année à effet fixe.

Tableau VII.3 Effets de la qualité des institutions sur le ratio prêts/actifs des PFR, 1960-2010

(Modèle GMM)

VARIABLES	Coefficient	Observations	Nombre de banques	Valeur p du test de Hansen	Valeur p du test A-B AR(2)	Valeur p du test de Sargan
Variables institutionnelles						
Indice KKZ	10.97** [2.392]	989	250	0.427	0.487	0.424
État de droit	6.591** [2.342]	1,137	273	0.482	0.438	0.571
Lutte contre la corruption	4.019* [1.765]	1,137	273	0.466	0.605	0.589
Qualité du cadre réglementaire	3.547 [1.345]	1,137	273	0.407	0.594	0.463
Réglementation bancaire						
Taux de refus d'agrément	-0.0555* [-1.683]	246	71	0.456	0.322	0.534
Restrictions à l'activité bancaire	-5.108 [-0.887]	940	193	0.648	0.0904	0.769
Liberté financière						
	7.453* [1.737]	1,485	263	0.702	0.314	0.742

Statistiques t de Student entre crochets. *** p<0.01, ** p<0.05 et * p<0.1.

Note : Tous les calculs de régression incluent les variables spécifiques aux banques et l'année à effet fixe.

Références

- Andrianova, S., B. Baltagi, P. Demetriades, and D. Fielding, 2011, "Why Do African Banks Lend so Little?" University of Leicester Working Paper No. 11/19 (United Kingdom).
- Beck, T., S. Maimbo, I. Faye, and T. Triki, 2011. *Financing Africa: Through the Crisis and Beyond* (Washington: The World Bank).
- Beck, T., A. Demirguc-Kunt, and L. Ross, 2009, "Financial Institutions and Markets Across Countries and Over Time-Data and Analysis," World Bank Policy Research Working Paper No. 4943 (Washington: World Bank).
- Blundell, R., and S. Bond, 2000, "GMM Estimation with Persistent Panel data an application to production functions." *Econometric Reviews*, Vol. 19, pp. 321–340.
- Kaufmann, D., A. Kraay, and P. Zoido-Lobaton, 2002, "Governance Matters II: Updated Governance Indicators for 2000-01," World Bank Policy Research Working Paper No. 2772 (Washington: World Bank).
- Rashid, H., 2011. "Credit to Private Sector, Interest Spread and Volatility in Credit-Flows: Do Bank Ownership and Deposits Matter?" DESA Working Paper No. 105 (New York: Department of Economic and Social Affairs, United Nations).
- Windmeijer, Frank, 2005, "A Finite Sample Correction for the Variance of Linear Efficient Two Step GMM Estimators," *Journal of Econometrics*, Vol 126, No. 1, pp. 25-51.

VIII. NOUVEL EXAMEN DE L'INTERACTION ENTRE LE SECTEUR FINANCIER ET LA CROISSANCE DANS LES PAYS À FAIBLE REVENU³³

Cette note examine dans quelle mesure les avantages de l'approfondissement du secteur financier pour la croissance sont quantitativement différents pour les pays à faible revenu (PFR). Nous estimons des régressions de croissance conformément aux spécifications et aux techniques couramment utilisées dans la littérature empirique, qui établit le lien entre la croissance et le secteur financier, avec quelques modifications pour tenir compte de l'hétérogénéité entre les pays. L'analyse suggère que, pour les PFR, les dividendes de la croissance qui proviennent de l'approfondissement du secteur financier sont moins élevés que dans les autres pays, qu'ils varient de manière continue avec le niveau de revenu et qu'ils sont inférieurs dans les pays exportateurs de pétrole. L'analyse indique aussi qu'une amélioration des politiques relatives au secteur financier (par exemple, de la qualité de la réglementation et de la supervision) est susceptible d'accroître les dividendes de l'approfondissement du secteur financier dans les PFR.

96. Contexte. Quatre décennies d'une riche littérature théorique et empirique ont démontré de manière convaincante que la profondeur et le bon fonctionnement des systèmes financiers sont à l'origine de tout un éventail de résultats économiques favorables, y compris d'une croissance plus élevée à long terme. Jusqu'à récemment, toutefois, peu d'études ont été réalisées pour déterminer si ce lien entre l'approfondissement du secteur financier et la croissance était valide dans tous les pays. Compte tenu du fait que les institutions et les marchés financiers, dans l'exercice de leurs fonctions économiques essentielles, sont sensibles au contexte macroéconomique sous-jacent et à la réglementation/supervision, il est plausible que le degré de profondeur du secteur financier puisse ne pas donner lieu aux mêmes avantages de croissance dans tous les pays.³³

97. Cette note. Dans cette note, nous examinons de manière empirique si le résultat type — à savoir qu'une plus grande profondeur financière est associée à une croissance à long terme plus élevée³⁴ — s'applique de la même manière à tous les PFR et aux autres pays, s'il varie de manière continue selon le niveau de revenu; la note pose aussi la question de savoir si l'approfondissement du secteur financier offre aux PFR plus ouverts et à ceux qui dépendent des exportations de pétrole des avantages différents de ceux qu'elle offre à d'autres pays. En particulier, nous procédons à cinq

³² Préparé par Adolfo Barajas (Institut du FMI), Ralph Chami (Département des marchés monétaires et de capitaux) et Reza Yousefi (ancien stagiaire, Département des marchés monétaires et de capitaux).

³³ Il convient de reconnaître qu'il peut y avoir une relation de causalité mutuelle entre le développement économique et l'approfondissement du secteur financier. Un certain nombre d'études traitent explicitement de cette relation de causalité mutuelle (voir Buera et al., 2011), tandis que la démarche adoptée dans cette section isole la relation de causalité simple entre la finance et la croissance, en s'appuyant sur l'hypothèse qu'il est probable que l'impact se produira vraisemblablement avec un retard.

³⁴ Voir Beck (2008), Beck (2011), et Beck et Levine (2004), et Rousseau et Wachtel (2011).

calculs par régression. Les trois premiers incorporent des mesures de profondeur du système bancaire ; (i) passifs liquides/PIB, (ii) dépôts bancaires/PIB, (iii) crédit du secteur privé/PIB, (iv) capitalisation boursière/PIB et (v) taux de rotation boursière.

A. Spécification et méthodologie

98. Spécifications de base. L'équation de régression de base relie la croissance du PIB réel par habitant g à la profondeur du secteur financier f , à un ensemble de contrôles X , à un revenu initial par habitant y_0 (pour contrôler l'effet de convergence), aux effets fixes spécifiques aux pays c , et aux effets temporels habituels λ . En outre, comme dans Rousseau et Wachtel (2011), nous incluons un terme d'interaction entre la profondeur du secteur financier et une variable de substitution de la crise qui indiquent si un pays donné i est en train de subir une crise bancaire au moment t .³⁵ Ces auteurs montrent que, notamment dans les régressions qui utilisent des données postérieures à 1990, l'impact de la profondeur du secteur financier sur la croissance est nettement affaibli si l'on ne tient pas compte des crises bancaires. Nous ajoutons à la spécification de base utilisée dans les études existantes des termes d'interaction entre la variable donnée de la profondeur du secteur financier et (i) une variable de substitution PFR; (ii) le niveau de revenu par habitant ; de plus (iii) il existe aussi une interaction entre la variable de substitution du PFR et les variables z (*Supervision bancaire*, un indicateur de la qualité de la réglementation et de la supervision, qui va de 1 à 3; *Ouverture*, mesurée comme le ratio du total des exportations plus les importations au PIB ; *Oilexp*, une variable de substitution pour les exportateurs de pétrole et *Oildep*, la part du pétrole dans le PIB total).

$$g_{it} = \alpha + \beta f_{it} + \beta_1 f_{it} \cdot CRISIS_{it} + \beta_2 f_{it} \cdot LIC_i + \beta_3 f_{it} \cdot LIC \cdot z_{it} + \gamma X_{it} + \delta y_{i,t0} + c_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$$

99. Méthode d'estimation. Nous procédons à un ensemble de régressions de panel dynamiques à l'aide d'une procédure à deux équations avec la méthode GMM, comme dans Arellano et Bover (1995). Notre échantillon couvre près de 146 PFR et non-PFR pendant la période qui va de 1975 à 2005. Pour lisser les fluctuations cycliques, nous établissons la moyenne de toutes les variables continues sur des périodes consécutives de cinq ans qui ne se chevauchent pas. Les résultats détaillés sont présentés aux Tableaux VIII.2-7 ; la synthèse des résultats qualitatifs des interactions avec les variables de substitution des PFR, les niveaux de revenu et les autres caractéristiques propres aux pays est présentée au Tableau VIII.1.

B. Résultats

100. Principaux résultats. Nous commençons par vérifier la validité de la spécification de référence, qui apparaît dans la colonne (1) de chacun des Tableaux VIII.2-6. Chaque variable de profondeur du secteur financier a une relation positive significative (au minimum au niveau de 5%) avec la croissance du PIB réel par habitant et le terme d'interaction de la crise financière est toujours

³⁵ Nous utilisons la définition et la chronologie des crises bancaires de Laeven et Valencia (2008).

négatif et significatif au niveau de 1 %. Les variables de contrôle se comportent comme prévu et l'achèvement de l'éducation et les IDE sont tous deux positivement liés à la croissance et s'accompagnent d'un effet de convergence hautement significatif. Il est intéressant de noter que les crises financières semblent avoir un impact plus important sur les avantages que présente la profondeur du marché boursier pour la croissance que sur ceux que présente la profondeur du système bancaire. Dans la spécification de référence, une crise financière annule pratiquement la totalité de l'impact direct de la profondeur du marché financier sur la croissance (colonne 1, Tableaux VIII.5 et VIII.6), tandis qu'elle réduit du tiers jusqu'à la moitié de l'effet de la profondeur du système bancaire sur la croissance (colonne 1, Tableaux VIII.2-4).

101. Dividendes inférieurs pour la croissance dans les PFR. En général, les avantages de la profondeur du secteur financier pour la croissance sont moins importants dans les PFR. Le terme d'interaction avec la variable de substitution PFR est négatif dans toutes les régressions et est statistiquement significatif dans la plupart des spécifications, qu'il soit inclus seul ou qu'il existe une interaction avec d'autres variables spécifiques au pays. Outre la simple comparaison que permet l'interaction avec la variable de substitution entre les PFR et les non-PFR, nous constatons aussi que l'impact de la profondeur du secteur financier sur la croissance progresse de manière continue avec le niveau de revenu, une relation qui est statistiquement significative dans toutes les mesures, à l'exception du taux de rotation boursière (colonne 7, Tableaux VIII.2-6).

102. Fonctions d'influence partielle. Si l'on examine les résultats quantitatifs de plus près, on constate, dans le graphique VIII., 1 que l'impact estimé des dépôts bancaires et des passifs liquides sur la croissance est en réalité négatif à de très faibles niveaux de revenu et devient non négatif lorsque le niveau de revenu par habitant atteint 140–190 dollars EU (en dollars EU constants de 2000), soit entre le 4^e et le 12^e percentile pour les PFR en 2008.³⁶ Pour le crédit au secteur privé, l'impact est non négatif, même aux niveaux de revenu les plus faibles. Pour les dépôts bancaires et le crédit, le résultat conventionnel — à savoir un impact positif de la profondeur du secteur financier sur la croissance — apparaît au-dessus d'un revenu équivalant à 770–810 dollars EU, soit grosso modo au 73^e percentile pour les PFR en 2008, tandis que pour les passifs liquides, les avantages pour la croissance deviennent statistiquement significatifs à un revenu légèrement supérieur — 1000 dollars EU, soit environ au 81^e percentile pour les PFR. Les effets non négatifs la capitalisation boursière sur la croissance se manifestent même aux niveaux de revenu les plus bas, et ils deviennent positifs et significatifs à environ 830 dollars EU (graphique VIII.1, panneau en bas).

³⁶ Il convient de noter que le graphique 1 exprime l'axe horizontal sous une forme logarithmique (telle qu'estimée dans les régressions) et donc qu'une transformation exponentielle est requise pour traduire les seuils du graphique en niveaux de revenu. De même, les niveaux auxquels l'impact marginal de la profondeur du secteur financier sur la croissance devient non négatif et positif sont évalués à l'aide des intervalles de confiance de 95 %, tel que démontré. Ces intervalles de confiance ont été construits à l'aide de la méthode Fieller, telle que décrite dans Hirschberg et Lye (2010).

Tableau VIII.1 Le lien entre le secteur financier et la croissance : hétérogénéité entre les pays

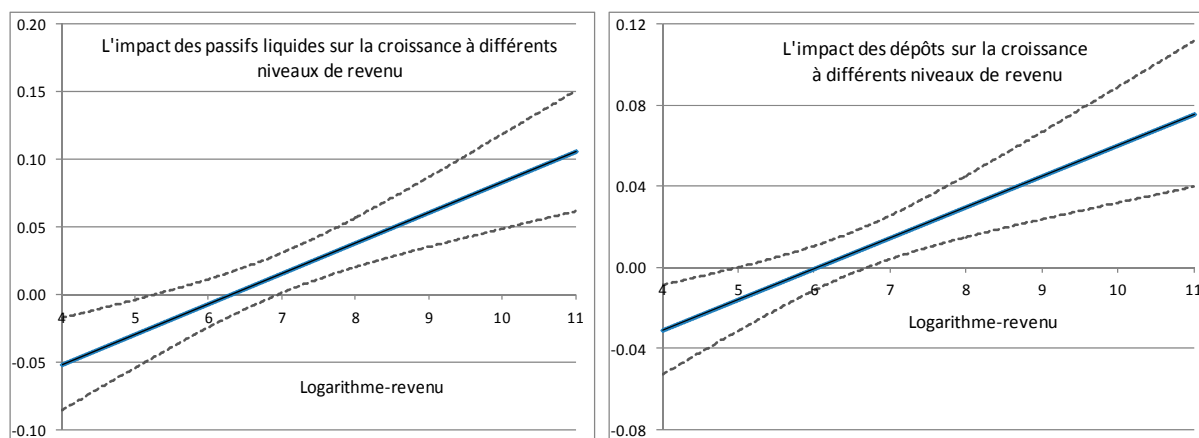
Interaction la profondeur du secteur financier avec : <i>Une valeur positive indique...</i>		Variable de la profondeur du secteur financier					Résultats de:
		Passifs liquides	Dépôts-PIB	Crédit-PIB	Capitalisation du marché	Taux de rotation	
Variable de substitution PFR uniquement	une croissance accrue dans les PFR avec profondeur financière	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	Colonne (2), Tableaux 2-6.
Revenu par habitant	ne croissance accrue dans les pays plus riches avec profondeur financier	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	Colonne (3), Tableaux 2-6.
Variable de substitution PFR et autres variables							
Variable de substitution PFR	une croissance accrue dans les PFR avec profondeur financière	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	Colonne (7), Tableaux 2-6.
Variable de substitution PFR et supervision	...d'autant plus importante que la qualité de la supervision augmente	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	
Variable de substitution PFR	une croissance accrue dans les PFR avec profondeur financière	(-)	(-)	(-)	(-)	(+)	Colonne (9), Tableaux 2-6.
Variable de substitution PFR et ouverture du commerce	...d'autant plus importante que le commerce du pays est ouvert	(+)	(+)	(+)	(+)	(-)	
Variable de substitution PFR	une croissance accrue dans les PFR avec profondeur financière	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	Colonnes (4), (8), (12), (16), et (20), Tableau 7.
Variable de substitution PFR et Oildep	...d'autant plus importante lorsque les pays dépendent du pétrole	(-)	(-)	(-)	(+)	(-)	
Variable de substitution PFR	une croissance accrue dans les PFR avec profondeur financière	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	Colonnes (3), (7), (11), (15), et (19), Tableau 7.
Variable de substitution PFR et Oilexp	...d'autant plus importante qu'ils sont exportateurs de pétrole	(-)	(-)	(-)	(-)	(+)	

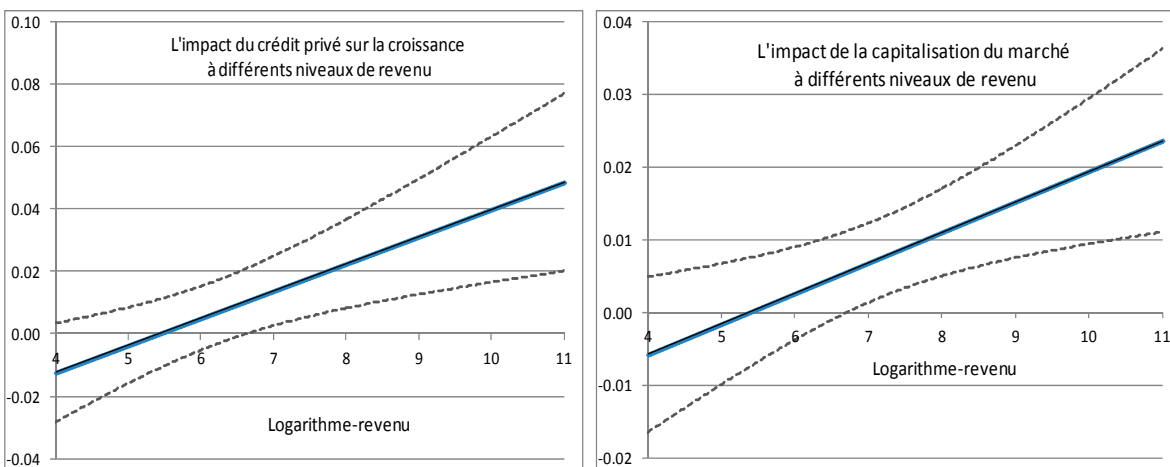
Source : Les résultats de la régression sont présentés dans les Tableaux 2-7.

Ce tableau montre le signe et l'importance des termes d'interaction entre chacune des variables de la profondeur du secteur financier ainsi que des variables suivantes: (i) la variable de substitution PFR seule et (ii) cette même variable avec une interaction avec le degré d'ouverture; la qualité de la supervision; Oildep, le ratio du PIB pétrolier au PIB total; Oilexp, une variable de substitution pour les pays exportateurs de pétrole et le revenu par habitant. Un signe en rouge indique que le coefficient correspondant était significatif au minimum au niveau de 10%, alors qu'un signe en noir indique une absence de d'importance.

Graphique VIII.1 Fonctions d'influence partielle de la profondeur du système bancaire et de la capitalisation du marché sur la croissance à différents niveaux de revenu

(les intervalles de confiance de 95% sont en pointillés)

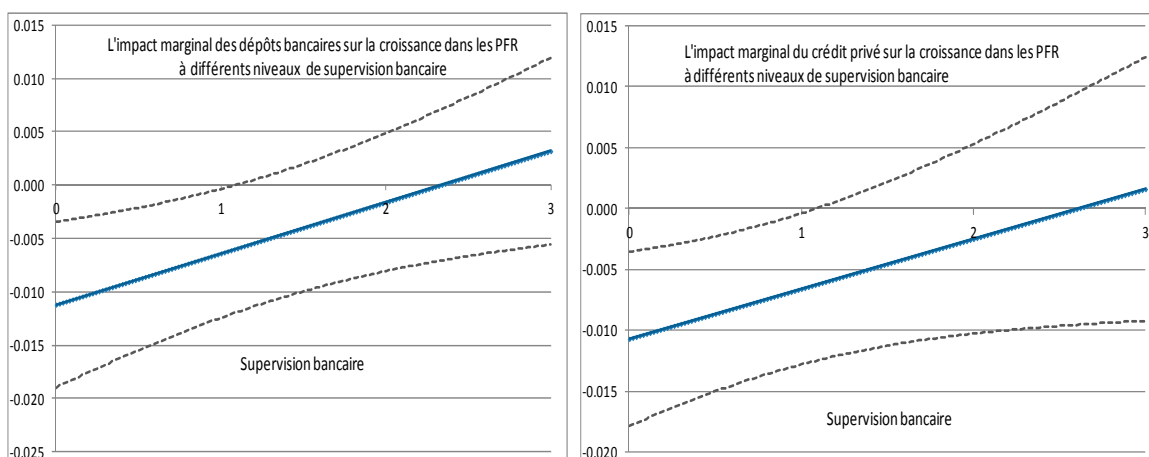




103. Importance des caractéristiques propres au pays. D'autres interactions révèlent la pertinence de certaines caractéristiques institutionnelles. Par exemple, la qualité de la réglementation et de la supervision semble être un facteur d'atténuation : dans les PFR dont la supervision et la réglementation sont de meilleure qualité, l'impact de la profondeur du secteur financier sur la croissance semble être plus marqué, notamment s'agissant du secteur bancaire. Les fonctions d'influence partielle suggèrent que les PFR peuvent tirer parti de la profondeur du secteur bancaire tout comme les autres pays en procédant à des améliorations importantes de la supervision et de la réglementation (graphique VIII.2). On obtient la variable de la supervision bancaire dans Abiad, et al. (2008) et, comme on l'a mentionné plus haut, celle-ci s'étage de 1 à 3. Son niveau dépend dans quelle mesure le pays a adopté des ratios d'adéquation du capital basés sur les risques conformément à l'Accord de Bâle I; le superviseur est indépendant du pouvoir exécutif et détient des pouvoirs juridiques suffisants ; la supervision couvre un large éventail d'institutions et l'examen des banques sur place ou sur pièces est efficace. En 2005, les PFR accusaient un retard à cet égard : pour un échantillon de 18 de ces pays, la valeur moyenne de cet indicateur était de 1,4, comparé à 1,8 pour les pays à revenu intermédiaire et à plus de 2,5 pour les pays à revenu élevé.

Graphique VIII.2 Fonctions d'influence partielle de la profondeur du système bancaire sur la croissance dans les PFR à différents niveaux de qualité de supervision

(les intervalles de confiance de 95% sont en pointillés)



104. La malédiction des ressources naturelles. De récentes études (Barajas, et al., 2011; Beck, 2011) ont également posé la question de savoir s'il existait un canal spécifique du secteur financier associé à ce que l'on appelle la «malédiction des ressources», c'est-à-dire que la présence d'un secteur important d'exportation basé sur les ressources naturelles génère des externalités négatives dans le reste de l'économie par le biais d'une distorsion des incitations et d'un affaiblissement des institutions. À l'aide de la même démarche GMM du présent document, Barajas et al. (2011) ont conclu que cet effet se manifestait dans tous les pays. Ce résultat est toujours valable dans notre analyse courante dans laquelle nous introduisons une variable de substitution PFR pour contrôler les différences entre les groupes de revenu. Les trois mesures de profondeur du système bancaire montrent que l'impact de la profondeur du secteur financier sur la croissance est particulièrement faible dans les PFR qui sont aussi exportateurs de pétrole (et/ou qui sont plus dépendants du pétrole). Toutefois, le résultat est inverse s'il s'agit de la profondeur du marché boursier, car les exportateurs de pétrole ont tendance à obtenir de meilleurs résultats que leurs pairs dans le même groupe de revenu. Enfin, il semblerait que l'ouverture soit associée à une meilleure performance du secteur financier dans les PFR. Dans ces pays, la faiblesse de l'impact de la profondeur du secteur financier sur la croissance est mitigée par le degré d'ouverture du commerce de ces pays, bien que ce type d'effet ne soit significatif au plan statistique que dans le cas du crédit au secteur privé.

C. Commentaires de conclusion

105. Défis pour les PFR. Outre le manque de profondeur observé des systèmes financiers des PFR, les résultats empiriques montrent que dans ces pays, les niveaux existants de profondeur n'ont pas eu un impact aussi marqué sur la croissance que dans les autres pays à plus haut revenu. Notre analyse montre que ce résultat est non seulement valable lorsque l'on compare les PFR en tant que groupe à des non-PFR, mais aussi à mesure que le revenu augmente de manière continue dans l'échantillon de pays. Par conséquent, si la profondeur croissante du secteur financier est toujours la composante cruciale d'une stratégie favorable à la croissance, notre analyse suggère que la *qualité* de l'intermédiation financière ainsi que l'efficacité de l'utilisation productive des fonds peuvent aussi jouer un rôle important dans le processus de croissance. C'est pourquoi, le défi est double pour les PFR : outre les mesures destinées à accroître la profondeur, ces pays devraient mener des politiques qui rehaussent la qualité du secteur financier. Notre analyse montre que la supervision et la réglementation sont des domaines susceptibles d'être améliorés par les PFR qui pourraient ainsi minimiser leur désavantage par rapport aux pays à revenu plus élevé.

106. Explication plausible. Il semble plausible que les différences observées dans l'impact de la profondeur du secteur financier sur la croissance soient liées aux différences dans l'accès au secteur, ce qui montre à quel point les avantages de l'activité financière sont largement disséminés dans toute l'économie. Il est frappant que les différences d'accès au secteur financier entre les PFR et les autres pays soient beaucoup plus marquées que leurs différences de profondeur du secteur. Par exemple, bien que le niveau de profondeur du secteur bancaire (crédit au secteur privé/PIB) dans le pays à revenu élevé moyen soit équivalent à 4 fois et demi celui d'un PFR moyen en 2008, le degré de couverture des services bancaires (dépôts et prêts) dans la population était 7 fois plus important et celui des institutions non bancaires 6 à 9 fois aussi important. C'est pourquoi, pour mieux comprendre les types de politiques qui seront les plus avantageuses pour les PFR, il convient d'axer

les futurs travaux sur l'interaction entre les politiques d'appui, l'accès au secteur financier et l'impact de la profondeur du secteur financier sur la croissance.

Références

- Abiad, A., E. Detragiache, and T. Tressel, 2008, "A New Database of Financial Reforms," Document de travail du FMI 08/266 (Washington: Fonds monétaire international)
- Arellano, M., and O. Bover, 1995, "Another Look at the Instrumental-Variable Estimation of Error-Components Models," *Journal of Econometrics*, Vol. 68, pages 29-52.
- Barajas, A., R. Chami, and R. Yousefi, 2011, "The Impact of Financial Development on Economic Growth in the Middle East and North Africa, Mimeo (Washington: Fonds monétaire international).
- Beck, Thorsten, 2008, "The Econometrics of Finance and Growth," World Bank Policy Research Paper No. 4608 (Washington: Banque mondiale).
- _____, 2011, "Finance and Oil: Is There a Resource Curse in Financial Development?" (unpublished; Tilburg University).
- _____, and R. Levine, 2004, "Stock Markets, Banks, and Growth: Panel Evidence," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 28, pages 423-442.
- Buera, F., J. Kaboski, and Y. Shin, 2011, "Finance and Development: A Tale of Two Sectors," *American Economic Review*, Vol. 101(5), pages 1964-2002.
- Hirschberg, J., and J. Lye, 2010, "A Reinterpretation of Interactions in Regressions," *Applied Economics Letters*, Vol. 17, pages 427-430.
- Laeven, L., and F. Valencia, 2008, "Systemic Banking Crises: A New Database," Document de travail du FMI 08/224. (Washington: Fonds monétaire international).
- Levine, R., 1997, "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda," *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, pages 688-726.
- Rousseau, P., and P. Wachtel, 2011, "What is Happening to the Impact of Financial Deepening on Economic Growth?" *Economic Inquiry*, Vol. 49, No. 1, pages 276-288.

Tableau VIII.2 Hétérogénéité du lien entre les passifs liquides et la croissance : régression de panel dynamique

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Variable dépendante : taux de croissance du PIB réel par habitant									
Passifs liquides	0.021 *** (2.623)	0.024 *** (2.717)	-0.142 *** (-3.753)	0.018 *** (2.459)	0.019 ** (2.264)	0.024 *** (2.802)	0.021 ** (2.612)	0.013 (1.303)	0.020 (1.591)
Passifs liquides x crise financière	-0.006 ** (-2.546)	-0.006 *** (-4.517)	-0.005 *** (-2.718)	-0.005 ** (-2.579)	-0.007 *** (-3.093)	-0.006 *** (-2.879)	-0.005 *** (2.958)	-0.005 *** (-3.184)	-0.005 *** (-3.006)
<i>Interactions avec la variable de substitution PFR et autres indicateurs</i>									
Passifs liquides x PFR		-0.010 *** (-2.744)		-0.023 *** (-2.284)	-0.004 (-1.290)	-0.011 *** (-3.765)	-0.010 *** (3.418)	-0.007 ** (-2.397)	-0.021 (-1.413)
Passifs liquides x revenu			0.022 *** (4.239)						
Passifs liquides x ouverture								0.001 (0.503)	(0.001) (0.213)
Passifs liquides x PFR x ouverture				0.004 (1.338)					0.004 (0.932)
Passifs liquides x supervision bancaire					0.001 (0.845)		0.002 * (1.785)		
Passifs liquides x PFR x supervision bancaire						0.003 ** (2.445)	0.004 *** (2.810)		
<i>Variables de contrôle</i>									
Éducation	0.021 *** (2.884)	0.015 * (1.868)	0.039 *** (5.373)	0.016 ** (2.225)	0.023 ** (2.065)	0.010 *** (2.174)	0.017 *** (2.793)	0.012 (1.324)	0.012 (1.487)
PIB initial par habitant	-0.016 *** (-3.033)	-0.022 *** (-3.165)	-0.110 *** (-5.066)	-0.019 *** (-3.150)	-0.019 *** (-2.868)	-0.017 *** (-3.062)	-0.021 *** (-3.461)	-0.016 *** (-3.177)	-0.016 *** (-3.841)
IDE	0.372 *** (2.827)	0.359 *** (2.781)	0.139 ** (2.080)	0.362 ** (3.499)	0.327 *** (1.352)	0.394 * (1.810)	0.283 (1.459)	0.388 *** (3.252)	0.377 *** (3.132)
Constante	-1.739 *** (-2.874)	-1.603 *** (-2.701)	-0.066 (-0.171)	-1.635 *** (-3.520)	-1.511 (-1.355)	-1.791 *** (-1.767)	1.278 (-1.403)	-1.753 *** (-3.278)	-1.710 *** (-3.182)
Observations	659	659	658	636	409	409	409	636	636
Nombre de pays	142	142	142	139	80	80	80	139	139
AR2	0.885	0.927	0.764	0.786	0.195	0.233	0.093	0.786	0.816
Hansen	0.242	0.071	0.309	0.259	0.330	0.199	0.279	0.249	0.342
Nombre d'instruments	83	96	96	109	68	68	71	109	122

Ce tableau présente les résultats des régressions de panel dynamiques pour la croissance du PIB réel par habitant, à l'aide d'une procédure avec la méthode GMM selon Arellano et Bover (1995). Les variables explicatives sont les suivantes: passifs liquides, ratio des passifs liquides du système bancaire au PIB, pourcentage des inscriptions brutes dans l'enseignement secondaire, PIB initial par habitant et IDE exprimés en pourcentage du PIB. Certaines spécifications incluent aussi les interactions entre les passifs liquides et soit une variable de substitution pour le revenu des PFR, le niveau de revenu par habitant, l'ouverture, le ratio des exportations plus les importations au PIB, soit la qualité de la supervision bancaire. Toutes les spécifications incluent un terme d'interaction entre les passifs liquides et une variable de substitution qui exprime si le pays a connu une crise financière pendant chacune des périodes de cinq ans. La variable dépendante, de même que les variables explicatives (à l'exception des variables de substitution et de la supervision), sont exprimées en valeur moyenne sur des périodes de cinq ans qui ne se chevauchent pas entre 1975 et 2005 et les variables explicatives sont exprimées en logarithmes. Les statistiques-t-robustes apparaissent entre parenthèses et l'importance aux niveaux de 1% (***) , 5% (**) et 10% (*) est indiquée.

Tableau VIII.3 Hétérogénéité du lien entre le ratio des dépôts bancaires au PIB et la croissance : régression de panel dynamique

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	Variable dépendante : taux de croissance du PIB réel par habitant								
Dépôts-PIB	0.016 ** (2.609)	0.020 *** (3.235)	-0.092 *** (-3.481)	0.018 *** (2.741)	0.016 *** (2.561)	0.019 *** (3.162)	0.016 *** (3.291)	0.014 (1.406)	0.017 (1.566)
Dépôts-PIB x crise financière	-0.007 ** (-2.546)	-0.007 *** (-6.923)	-0.006 *** (-5.611)	-0.007 *** (-3.642)	-0.008 *** (-3.076)	-0.007 ** (-2.625)	-0.006 *** (-3.147)	-0.007 *** (4.124)	-0.007 *** (-3.962)
<i>Interactions avec la variable de substitution PFR et autres indicateurs</i>									
Dépôts-PIB x PFR		-0.009 *** (-2.997)		-0.019 * (-1.932)	-0.005 (-1.641)	-0.011 *** (-3.238)	-0.011 *** (-2.827)	-0.006 * (-1.887)	-0.016 (-1.249)
Dépôts-PIB x revenu			0.015 *** (3.855)						
Dépôts-PIB x ouverture								0.001 (0.452)	0.000 (-0.052)
Dépôts-PIB x PFR x ouverture				0.003 (1.065)					0.003 (0.759)
Dépôts-PIB x supervision bancaire					0.001 (0.779)		0.005 (1.486)		
Dépôts-PIB x PFR x supervision bancaire						0.004 *** (2.227)	0.005 ** (2.461)		
<i>Variables de contrôle</i>									
Éducation	0.023 *** (2.672)	0.020 *** (2.637)	0.038 *** (4.918)	0.016 *** (2.163)	0.017 (1.406)	0.010 * (1.780)	0.015 * (1.678)	0.014 (1.642)	0.014 * (1.860)
PIB initial par habitant	-0.017 *** (-3.183)	-0.023 *** (-3.328)	-0.079 *** (-4.535)	-0.019 *** (-3.442)	-0.017 *** (-2.517)	-0.016 *** (-2.712)	-0.018 *** (-2.833)	-0.017 *** (-3.157)	-0.017 *** (3.799)
IDE	0.357 *** (2.654)	0.351 *** (3.141)	0.188 *** (2.647)	0.362 *** (2.737)	0.334 (1.420)	0.359 (1.649)	0.300 (1.425)	0.312 *** (2.699)	0.342 *** (2.792)
Constante	-1.649 *** (-2.668)	-1.568 *** (-2.979)	-0.499 (-1.297)	-1.625 *** (-2.690)	-1.517 (-1.398)	-1.611 (-1.577)	-1.349 (1.367)	-1.405 *** (-2.670)	-1.543 *** (2.766)
Observations	673	673	672	651	409	409	409	651	651
Nombre de pays	144	144	144	141	80	80	80	141	141
AR2	0.978	0.972	0.709	0.929	0.278	0.317	0.130	0.941	0.906
Hansen	0.153	0.290	0.354	0.313	0.259	0.188	0.289	0.252	0.403
Nombre d'instruments	83	96	96	109	68	63	71	109	122

Ce tableau présente les résultats des régressions de panel dynamiques pour la croissance du PIB réel par habitant, à l'aide d'une procédure avec la méthode GMM selon Arellano et Bover (1995). Les variables explicatives sont les suivantes: passifs liquides, ratio des passifs liquides du système bancaire au PIB, pourcentage des inscriptions brutes dans l'enseignement secondaire, PIB initial par habitant et IDE exprimés en pourcentage du PIB. Certaines spécifications incluent aussi les interactions entre les passifs liquides et soit une variable de substitution pour le revenu des PFR, le niveau de revenu par habitant, l'ouverture, le ratio des exportations plus les importations au PIB, soit la qualité de la supervision bancaire. Toutes les spécifications incluent un terme d'interaction entre les passifs liquides et une variable de substitution qui exprime si le pays a connu une crise financière pendant chacune des périodes de cinq ans. La variable dépendante, de même que les variables explicatives (à l'exception des variables de substitution et de la supervision), sont exprimées en valeur moyenne sur des périodes de cinq ans qui ne se chevauchent pas entre 1975 et 2005 et les variables explicatives sont exprimées en logarithmes. Les statistiques-t robustes apparaissent entre parenthèses et l'importance aux niveaux de 1% (***), 5% (**) et 10% (*) est indiquée.

Tableau VIII.4 Hétérogénéité du lien entre le crédit-PIB et la croissance : régression de panel dynamique

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	Variable dépendante: taux de croissance du PIB réel par habitant								
Crédit-PIB	0.012 *** (2.477)	0.017 *** (2.471)	-0.047 ** (-2.593)	0.017 *** (3.262)	0.011 ** (2.389)	0.013 *** (2.879)	0.013 ** (2.571)	0.019 * (1.783)	0.027 ** (2.410)
Crédit-PIB x crise financière	-0.006 *** (-2.744)	-0.006 *** (-4.046)	-0.006 *** (-4.090)	-0.006 *** (-3.905)	-0.010 *** (-3.847)	-0.010 *** (-3.303)	-0.009 *** (-3.435)	-0.006 *** (-4.029)	-0.006 (-3.944)
<i>Interactions avec la variable de substitution PFR et autres indicateurs</i>									
Crédit-PIB x PFR		-0.006 (-1.483)		-0.033 *** (-2.395)	-0.006 (-1.280)	-0.011 *** (-2.795)	-0.011 *** (-2.929)	-0.006 * (-1.721)	-0.041 *** (-2.627)
Crédit-PIB x revenu			0.009 *** (3.092)						
Credit-GDP x ouverture								-0.001 (-0.262)	-0.003 (-1.019)
Crédit-PIB x PFR x ouverture				0.006 *** (1.867)					0.009 ** (2.222)
Crédit-PIB x supervision bancaire					0.001 (0.493)		0.001 (0.632)		
Crédit-PIB x PFR x supervision bancaire						0.003 (0.314)	0.004 * (1.929)		
<i>Variables de contrôle</i>									
Éducation	0.025 *** (3.163)	0.028 *** (3.142)	0.035 *** (5.056)	0.024 ** (3.118)	0.023 ** (2.178)	0.017 *** (2.259)	0.019 * (1.873)	0.021 ** (2.609)	0.019 ** (2.509)
PIB initial par habitant	-0.017 *** (-2.987)	-0.024 *** (-2.673)	-0.054 *** (-4.055)	-0.023 *** (-3.644)	-0.020 *** (-2.891)	-0.019 *** (-3.362)	-0.019 *** (-2.935)	-0.020 *** (-3.828)	-0.020 *** (-4.343)
IDE	0.361 *** (3.028)	0.298 ** (2.479)	0.275 *** (2.653)	0.362 ** (2.775)	0.225 (1.089)	0.270 (1.348)	0.227 (1.138)	0.389 *** (2.895)	0.373 *** (2.633)
Constante	-1.664 *** (-3.020)	-1.331 *** (-2.347)	-1.051 ** (-2.051)	-1.625 *** (-2.708)	-0.993 (-1.036)	-1.180 (-1.270)	-1.000 (-1.076)	-1.765 *** (-2.865)	-1.680 ** (-2.580)
Observations	678	678	677	652	407	407	407	652	652
Nombre de pays	146	146	146	142	80	80	80	142	142
AR2	0.857	0.920	0.812	0.985	0.492	0.492	0.467	0.882	0.926
Hansen	0.382	0.453	0.301	0.679	0.100	0.100	0.161	0.483	0.707
Nombre d'instruments	83	96	96	109	63	63	71	109	122

Ce tableau présente les résultats des régressions de panel dynamiques pour la croissance du PIB réel par habitant, à l'aide d'une procédure avec la méthode GMM selon Arellano et Bover (1995). Les variables explicatives sont les suivantes: passifs liquides, ratio des passifs liquides du système bancaire au PIB, pourcentage des inscriptions brutes dans l'enseignement secondaire, PIB initial par habitant et IDE exprimés en pourcentage du PIB. Certaines spécifications incluent aussi les interactions entre les passifs liquides et soit une variable de substitution pour le revenu des PFR, le niveau de revenu par habitant, l'ouverture, le ratio des exportations plus les importations au PIB, soit la qualité de la supervision bancaire. Toutes les spécifications incluent un terme d'interaction entre les passifs liquides et une variable de substitution qui exprime si le pays a connu une crise financière pendant chacune des périodes de cinq ans. La variable dépendante, de même que les variables explicatives (à l'exception des variables de substitution et de la supervision), sont exprimées en valeur moyenne sur des périodes de cinq ans qui ne se chevauchent pas entre 1975 et 2005 et les variables explicatives sont exprimées en logarithmes. Les statistiques-t robustes apparaissent entre parenthèses et l'importance aux niveaux de 1% (***) , 5% (**) et 10% (*) est indiquée.

Tableau VIII.5 Hétérogénéité du lien entre la capitalisation du marché et la croissance : régression de panel dynamique

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	Variable dépendante : taux de croissance du PIB réel par habitant								
Capitalisation du marché	0.100 *** (3.420)	0.011 *** (3.922)	-0.023 ** (-2.048)	0.011 *** (3.752)	0.009 *** (3.498)	0.011 *** (3.145)	0.009 *** (3.241)	0.008 (1.218)	0.008 (1.240)
Capitalisation du marché x crise financière	-0.012 *** (-5.352)	-0.011 *** (-4.817)	-0.010 *** (-3.918)	-0.010 *** (-3.852)	-0.014 *** (-4.868)	-0.015 *** (-4.211)	-0.014 *** (-3.949)	-0.009 *** (-3.666)	-0.009 *** (-4.009)
<i>Interactions avec la variable de substitution PFR et autres indicateurs</i>									
Capitalisation du marché x PFR		-0.014 *** (-3.362)		-0.016 (-0.450)	-0.011 *** (-2.677)	-0.016 ** (-2.003)	-0.015 ** (-2.066)	-0.014 *** (-3.561)	-0.026 (-0.864)
Capitalisation du marché x revenu			0.004 *** (2.807)						
Capitalisation du marché x ouverture								0.001 (0.434)	0.001 (0.406)
Capitalisation du marché x PFR x ouverture				0.000 (0.048)					0.003 (0.421)
Capitalisation du marché x supervision bancaire					-0.001 (-0.916)		-0.001 (0.583)		
Capitalisation du marché x PFR x supervision bancaire						0.004 (0.923)	0.003 (0.925)		
<i>Variables de contrôle</i>									
Éducation	0.027 * (1.705)	0.018 * (1.686)	0.038 ** (2.192)	0.017 (1.415)	0.015 * (1.690)	0.012 (1.321)	0.150 (1.617)	0.016 (1.118)	0.015 (1.365)
PIB initial par habitant	-0.016 *** (-3.583)	-0.019 *** (-4.746)	-0.033 (-4.575)	-0.018 *** (-4.135)	-0.014 *** (-3.412)	-0.016 *** (-4.415)	-0.015 *** (-2.848)	-0.017 *** (-4.837)	-0.017 *** (-5.415)
IDE	0.198 (1.586)	0.192 (1.546)	0.139 (1.259)	0.426 *** (4.269)	0.298 (1.518)	0.237 (1.265)	0.277 (1.512)	0.399 *** (3.649)	0.387 *** (3.667)
Constante	-0.904 (-1.560)	-0.821 (-1.423)	-0.554 (-1.084)	-1.906 *** (-4.274)	-1.318 (-1.447)	-1.018 (-1.162)	-1.219 (-1.435)	-1.776 *** (3.705)	-1.726 *** (-3.857)
Observations	360	360	360	345	289	289	289	345	345
Nombre de pays	105	105	105	100	74	74	74	100	100
AR2	0.807	0.860	0.753	0.717	0.602	0.570	0.634	0.708	0.696
Hansen	0.524	0.811	0.616	0.953	0.434	0.268	0.443	0.956	0.988
Nombre d'instruments	83	96	96	101	68	63	71	108	114

Ce tableau présente les résultats des régressions de panel dynamiques pour la croissance du PIB réel par habitant, à l'aide d'une procédure avec la méthode GMM selon Arellano et Bover (1995). Les variables explicatives sont les suivantes: passifs liquides, ratio des passifs liquides du système bancaire au PIB, pourcentage des inscriptions brutes dans l'enseignement secondaire, PIB initial par habitant et IDE exprimés en pourcentage du PIB. Certaines spécifications incluent aussi les interactions entre les passifs liquides et soit une variable de substitution pour le revenu des PFR, le niveau de revenu par habitant, l'ouverture, le ratio des exportations plus les importations au PIB, soit la qualité de la supervision bancaire. Toutes les spécifications incluent un terme d'interaction entre les passifs liquides et une variable de substitution qui exprime si le pays a connu une crise financière pendant chacune des périodes de cinq ans. La variable dépendante, de même que les variables explicatives (à l'exception des variables de substitution et de la supervision), sont exprimées en valeur moyenne sur des périodes de cinq ans qui ne se chevauchent pas entre 1975 et 2005 et les variables explicatives sont exprimées en logarithmes. Les statistiques-t robustes apparaissent entre parenthèses et l'importance aux niveaux de 1% (***), 5% (**) et 10% (*) est indiquée.

Tableau VIII.6 Hétérogénéité du lien entre le taux de rotation boursière et la croissance : régression de panel dynamique

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
	Variable dépendante : taux de croissance du PIB réel par habitant								
Taux de rotation	0.007 *** (3.024)	0.007 *** (2.771)	0.006 (0.563)	0.007 *** (2.458)	0.013 *** (2.799)	0.011 *** (3.768)	0.012 *** (3.409)	0.002 (0.225)	0.004 (0.446)
Taux de rotation x crise financière	-0.009 *** (-3.832)	-0.009 *** (-3.628)	-0.008 *** (-3.374)	-0.007 *** (-3.207)	-0.015 *** (-4.106)	-0.011 *** (-3.628)	-0.014 (-4.371)	-0.008 *** (-3.840)	-0.007 *** (-2.916)
<i>Interactions avec la variable de substitution PFR et autres indicateurs</i>									
Taux de rotation x PFR		-0.003 (-0.884)		0.019 (0.668)	-0.004 (-1.761)	-0.011 ** (-2.463)	-0.010 * (-1.904)	-0.002 (-0.674)	0.024 (0.930)
Taux de rotation x revenu			0.000 (0.066)						
Taux de rotation x ouverture								0.002 (0.848)	0.001 (0.432)
Taux de rotation x PFR x ouverture				-0.006 (-0.743)					-0.007 (-1.002)
Taux de rotation x supervision bancaire					-0.001 (-0.718)		-0.001 (-0.910)		
Taux de rotation x PFR x supervision bancaire						0.007 * (1.970)	0.007 (1.407)		
<i>Variables de contrôle</i>									
Éducation	0.014 (0.834)	0.009 (0.748)	0.012 (0.889)	0.012 (1.330)	0.022 ** (2.026)	0.021 ** (2.626)	0.019 *** (2.653)	0.003 (0.220)	0.009 (0.754)
PIB initial par habitant	-0.010 * (-1.977)	-0.011 ** (-2.187)	-0.010 (-1.597)	-0.011 *** (-3.082)	-0.017 *** (-4.721)	-0.017 *** (-4.889)	-0.016 *** (-4.605)	-0.010 ** (-2.128)	-0.011 *** (-2.880)
IDE	0.293 * (1.866)	0.312 ** (2.008)	0.299 * (1.799)	0.612 *** (5.396)	0.008 (1.165)	0.283 * (1.727)	0.296 (1.381)	0.533 *** (4.734)	0.557 *** (5.470)
Constante	-1.327 * (-1.854)	-1.389 * (-1.931)	-1.342 * (-1.755)	-2.787 *** (-5.337)	0.000 (0.000)	-1.265 * (-1.661)	-1.327 (-1.341)	-2.397 *** (-4.638)	-2.523 (-5.449)
Observations	363	363	363	349	292	292	292	349	349
Nombre de pays	104	104	104	100	74	74	74	100	100
R ²	0.884	0.890	0.820	0.930	0.950	0.978	0.943	0.840	0.891
Fansen	0.769	0.793	0.834	0.868	0.014	0.638	0.653	0.963	0.975
Nombre d'instruments	83	96	96	103	68	63	71	108	116

Ce tableau présente les résultats des régressions de panel dynamiques pour la croissance du PIB réel par habitant, à l'aide d'une procédure avec la méthode GMM selon Arellano et Bover (1995). Les variables explicatives sont les suivantes: passifs liquides, ratio des passifs liquides du système bancaire au PIB, pourcentage des inscriptions brutes dans l'enseignement secondaire, PIB initial par habitant et IDE exprimés en pourcentage du PIB. Certaines spécifications incluent aussi les interactions entre les passifs liquides et soit une variable de substitution pour le revenu des PFR, le niveau de revenu par habitant, l'ouverture, le ratio des exportations plus les importations au PIB, soit la qualité de la supervision bancaire. Toutes les spécifications incluent un terme d'interaction entre les passifs liquides et une variable de substitution qui exprime si le pays a connu une crise financière pendant chacune des périodes de cinq ans. La variable dépendante, de même que les variables explicatives (à l'exception des variables de substitution et de la supervision), sont exprimées en valeur moyenne sur des périodes de cinq ans qui ne se chevauchent pas entre 1975 et 2005 et les variables explicatives sont exprimées en logarithmes. Les statistiques-t robustes apparaissent entre parenthèses et l'importance aux niveaux de 1% (***) , 5% (**) et 10% (*) est indiquée.

Tableau VIII.7 Profondeur du secteur financier et croissance dans les groupes de revenu et entre les exportateurs et non-exportateurs de pétrole : régression du panel dynamique

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)
	Variable dépendante: taux de croissance du PIB réel par habitant																			
Variable de la profondeur du secteur financier :	Passifs liquides/PIB				Dépôts bancaires/PIB				Crédit privé/PIB				Capitalisation du marché/GDP				Taux de rotation boursière			
Profondeur du secteur financier	0.022 *	0.021 **	0.021 **	0.016 *	0.022 ***	0.020 ***	0.021 ***	0.017 ***	0.015 **	0.013 **	0.016 ***	0.011 **	0.011 ***	0.009 ***	0.011 ***	0.010 ***	0.007 ***	0.007 **	0.008 ***	0.007 **
	(1.957)	(2.341)	(2.359)	(1.766)	(3.352)	(3.199)	(3.284)	(2.662)	(2.555)	(2.320)	(2.811)	(2.010)	(3.835)	(2.779)	(3.777)	(3.205)	(2.682)	(2.490)	(3.011)	(2.125)
Profondeur financière x crise financière	-0.005 **	-0.007 ***	-0.006 ***	-0.008 ***	-0.007 ***	-0.008 ***	-0.007 ***	-0.008 ***	-0.006 ***	-0.007 ***	-0.007 ***	-0.007 ***	-0.011 ***	-0.011 ***	-0.011 ***	-0.011 ***	-0.010 ***	-0.010 ***	-0.009 ***	-0.009 ***
	(-2.468)	(-4.176)	(-3.946)	(-3.533)	(-3.640)	(-4.813)	(-3.959)	(-4.132)	(-4.403)	(-3.751)	(-3.989)	(-4.132)	(-5.195)	(-5.572)	(-6.007)	(-4.758)	(-3.695)	(-3.926)	(-3.715)	(-3.051)
<i>Interactions avec la variable de substitution PFR et autres indicateurs</i>																				
Profondeur financière x PFR	-0.010 **	-0.005	-0.010 *	-0.010 ***	-0.011 ***	-0.010 **	-0.013 ***	-0.008 **	-0.007	-0.005	-0.007 **	-0.004	-0.015 ***	-0.014 ***	-0.015 ***	-0.014 ***	-0.007 *	-0.007 *	-0.007 *	-0.007 *
	(-2.259)	(-1.268)	(-1.973)	(-2.675)	(-2.755)	(-2.584)	(-3.393)	(-2.266)	(-1.602)	(-1.268)	(-1.991)	(-1.001)	(-3.193)	(-4.314)	(-3.204)	(-4.185)	(-1.733)	(-1.910)	(-1.815)	(-1.826)
Profondeur financière x Oilexp			-0.007 ***				-0.006 ***				-0.001				-0.001					-0.004 *
			(-3.295)				(-3.371)				(-0.428)				(-0.589)					(-1.724)
Profondeur financière x Oildep				-0.015 *				-0.011				-0.009				-0.004				-0.010
				(-1.684)				(-1.120)				(-0.996)				(-0.474)				(-1.045)
Profondeur financière x PFR x Oilexp	-0.005		0.007		-0.002		0.006		-0.007		-0.005		0.002		0.003		0.015 ***		0.018 ***	
	(-1.024)		(1.569)		(-0.467)		(1.655)		(-1.621)		(-0.982)		(0.646)		(0.620)		(2.658)		(3.020)	
Profondeur financière x LIC x Oildep		-0.003		0.012		0.000		0.006		-0.015 **		-0.004		0.018 **		0.021 *		0.030 ***		-0.039 ***
		(-0.233)		(1.144)		(0.022)		(0.624)		(-2.005)		(-0.375)		(2.199)		(1.810)		(4.438)		(3.293)
<i>Variables de contrôle</i>																				
Éducation	0.015 **	0.014 *	0.014 **	0.015 *	0.019 ***	0.017 **	0.015 **	0.017 **	0.025 ***	0.024 ***	0.026 ***	0.023 ***	0.017 *	0.021 *	0.018 *	0.019	0.012	0.018	0.009	0.015
	(2.164)	(1.821)	(1.985)	(1.684)	(2.637)	(2.388)	(2.256)	(2.190)	(3.119)	(3.254)	(3.522)	(3.078)	(1.863)	(1.897)	(1.677)	(1.449)	(0.720)	(1.443)	(0.731)	(1.138)
PIB initial par habitant	-0.023 ***	-0.022 ***	-0.023 ***	-0.020 ***	-0.025 ***	-0.023 ***	-0.024 ***	-0.021 ***	-0.024 ***	-0.021 ***	-0.026 ***	-0.019 ***	-0.018 ***	-0.017 ***	-0.019 ***	-0.016 ***	-0.011 **	-0.013 ***	-0.011 ***	-0.011 **
	(-2.845)	(-3.469)	(-3.908)	(-3.118)	(-3.862)	(-3.847)	(-4.399)	(-3.367)	(-2.996)	(-2.850)	(-3.892)	(-2.712)	(-4.891)	(-5.063)	(4.690)	(-4.369)	(-2.118)	(-2.786)	(-2.694)	(-2.148)
IDE	0.348 **	0.312 **	0.336 ***	0.312 **	0.323 ***	0.312 **	0.309 ***	0.309 **	0.350 ***	0.301 ***	0.311 ***	0.307 ***	0.182	0.118	0.169	0.158	0.312 *	0.281 **	0.323 **	0.242 *
	(2.552)	(2.251)	(2.773)	(2.394)	(2.667)	(2.439)	(2.944)	(2.512)	(2.827)	(2.742)	(2.979)	(2.853)	(1.500)	(1.122)	(1.528)	(1.586)	(1.979)	(2.019)	(2.280)	(1.876)
Constante	-1.540 **	-1.374 **	-1.463 ***	-1.374 **	-1.418 **	-1.377 **	-1.336 ***	-1.367 **	-1.561 ***	-1.347 ***	-1.368 ***	-1.378 ***	-0.770	-0.502	-0.704	-0.678	-1.396 *	-1.264 *	-1.437 **	-1.087 *
	(-2.512)	(-2.175)	(-2.675)	(-2.329)	(-2.560)	(-2.347)	(-2.760)	(-2.426)	(-2.702)	(-2.633)	(2.818)	(-2.757)	(-1.361)	(-1.043)	(-1.366)	(-1.484)	(-1.934)	(-1.972)	(-2.197)	(-1.826)
Observations	659	617	659	617	673	632	673	632	678	637	678	637	360	340	360	640	363	343	363	343
Nombre de pays	142	140	142	140	144	142	144	142	146	144	146	144	105	102	105	102	104	101	104	101
AR2	0.869	0.778	0.920	0.742	0.970	0.728	0.986	0.738	0.864	0.881	0.990	0.852	0.855	0.442	0.820	0.520	0.708	0.735	0.613	0.780
Hansen	0.204	0.311	0.274	0.475	0.267	0.396	0.363	0.509	0.537	0.799	0.538	0.616	0.893	0.926	0.964	0.929	0.928	0.884	0.993	0.964
Nombre d'instruments	109	109	122	122	109	109	122	122	109	109	122	122	101	101	114	110	103	103	116	112

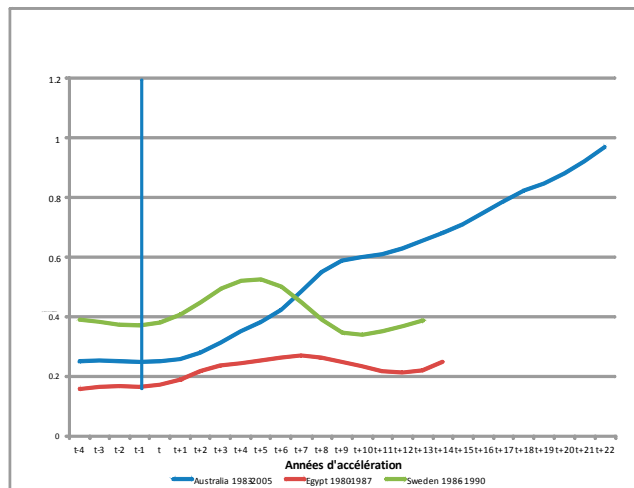
Ce tableau montre les résultats des régressions de panel dynamiques pour la croissance du PIB réel par habitant à l'aide d'une procédure avec la méthode GMM selon Arellano et Bover (1995). Chaque spécification inclut une des cinq variables de la profondeur du secteur financier en tant que variables explicatives: ratios des passifs liquides des banques au PIB, dépôts, et crédit; le ratio de la capitalisation du marché au PIB; et le taux de rotation, le ratio de la valeur des transactions boursières à la capitalisation. Les autres variables explicatives incluent l'éducation, le pourcentage des inscriptions brutes dans l'enseignement secondaire, le PIB initial par habitant et les IDE exprimés en pourcentage du PIB. Certaines interactions sont aussi incluses: entre la variable respective de la profondeur du secteur financier et une variable de substitution pour les PFR et, une variable de substitution soit pour les non-exportateurs de pétrole soit pour les pays dépendants du pétrole, le ratio du pétrole au total du PIB. Toutes les spécifications incluent un terme d'interaction entre la variable de la profondeur du secteur financier et une variable de substitution qui exprime si le pays a connu une crise financière pendant chaque période de cinq ans. La variable dépendante, de même que les variables explicatives (à l'exception des variables de substitution) sont exprimées en valeur moyenne sur des périodes de cinq ans consécutives qui ne se chevauchent pas entre 1975 et 2005 et sont sous forme de logarithmes. Les statistiques-t-robustes sont présentées entre parenthèses et l'importance aux niveaux de 1% (**), 5% (*) et 10% est indiquée.

IX. UNE ANATOMIE DES ÉPISODES D'ACCÉLÉRATION DE L'EXPANSION ET DE LA CONTRACTION DU CRÉDIT ET DE L'APPROFONDISSEMENT DU SECTEUR FINANCIER ³⁸

Le présent chapitre esquisse une anatomie de l'intermédiation financière dans divers pays et au fil du temps. Quelle est la fréquence des accélérations financières ? Quelle en est la durée ? Dans quels environnements économiques et institutionnels surviennent-elles ? À quelle fréquence aboutissent-elles à des crises ou à des atterrissages en douceur ? Les réponses à ces questions pourraient aider les décideurs à cerner les conditions propices à un développement effectif des circuits financiers.

107. Anatomie. Une analyse attentive de l'évolution du ratio du crédit au PIB sur une longue période (1960-2009) pour un échantillon de 142 pays révèle que le développement des systèmes financiers de par le monde évolue globalement selon trois modes distincts : des périodes de stagnation soutenue, des épisodes d'expansion durable du secteur financier et des périodes d'accélération rapide et éphémère. Dans les cas de stagnation, il n'y a pas de mouvements significatifs d'intermédiation financière sur de longues périodes (parfois sur toute la période de 50 ans couverte par notre analyse). À l'autre extrême, dans les pays qui connaissent un approfondissement soutenu, le ratio du crédit au PIB s'accélère dans une année spécifique et la croissance dure une décennie ou plus. L'expérience de l'Australie, où l'approfondissement a débuté en 1983, fait l'objet d'un exemple stylisé au graphique IX.1. Le troisième mode concerne les pays où nous observons une accélération — souvent très rapide — de la croissance du ratio du crédit au PIB, mais cette croissance n'est pas soutenue sur une longue période. Après un certain nombre d'années (moins de 10 ans généralement), la croissance s'arrête. Cet arrêt peut être un « atterrissage en douceur », avec une décélération de la croissance qui atteint les niveaux d'avant la croissance, comme par exemple en Égypte en 1980-87, ou un « atterrissage brutal », c'est-à-dire une crise financière, comme en

Graphique IX.1 Typologie des épisodes d'accélération financière



Sources : calculs des auteurs et WDI.

Suède au début des années 1990. Ces derniers types d'événements sont généralement connus comme des épisodes de cycles d'expansion et de contraction du crédit (Gourinchas et al., 2001).

A. Méthodologie

108. Critères. Nous caractérisons les divers épisodes de l'approfondissement financier selon deux critères fondamentaux : le taux de croissance du crédit par rapport au PIB et la durée de l'épisode de croissance.³⁸ La formule $\Delta \frac{C_k}{Y_k}$ dénote la moyenne triennale mobile du taux de croissance annuelle du ratio du crédit au PIB du pays k . Les accélérations financières sont définies et caractérisées de la manière suivante :

- i. Le pays k connaît une accélération financière si $\Delta \frac{C_k}{Y_k} \geq 2 \%$;
- ii. Cet épisode d'accélération financière dure au moins cinq ans et on l'appelle « approfondissement financier soutenu » s'il dure au moins 10 ans.

Le seuil appliqué pour la croissance annuelle est de 2 %. Il est faible pour les épisodes d'expansion du crédit durant lesquels des taux de croissance annuelle de 30-40 % ne sont pas impensables. Mais il semble raisonnable pour de plus longues périodes d'approfondissement soutenu. Ce seuil — appliqué à une moyenne mobile centrée — nous permet d'exclure des « accidents » ou des variations aléatoires sur un an. Par exemple, la croissance du PIB réel peut s'accélérer dans une année donnée et la croissance du crédit se rattraper l'année suivante. En conséquence, le taux de croissance peut glisser en-deçà de 2 % pour un an, problème que l'on règle en utilisant une moyenne mobile.³⁹

109. Durée. Le deuxième critère concerne la durée d'un épisode. Nous en fixons la longueur minimum à cinq ans pour éliminer les accélérations « subsidiaires » de courte durée. Deuxièmement, une période d'accélération est considérée comme étant durable si elle dure plus de 10 ans. Ce critère est fondé sur les études concernant l'expansion du crédit.⁴⁰ Ainsi, nous présentons nos résultats pour les épisodes qui durent entre cinq et 10 ans (accélérations brèves) et pour les épisodes qui durent plus de 10 ans (développement financier soutenu). Enfin, les épisodes de stagnation sont définis comme étant des périodes d'au moins quatre années consécutives au cours desquelles la croissance ne dépasse pas le seuil de 2 % susmentionné. Sont exclues les périodes de stagnation consécutives à des périodes de croissance continue.

³⁷ Ce chapitre a été préparé par Marc Quintyn (INS) et Geneviève Verdier (AFR). Kazim Kazimov (INS) a apporté une excellente contribution à la recherche.

³⁸ Nous suivons de près la méthodologie mise au point par Quintyn, M. and G. Verdier (2010).

³⁹ Notre approche diffère des méthodologies élaborées dans des études connexes, notamment les méthodologies de datage et d'écart par rapport à la tendance (Gourinchas et al., 2001 par exemple). Cette approche ne nous permet pas de détecter des périodes de développement soutenu.

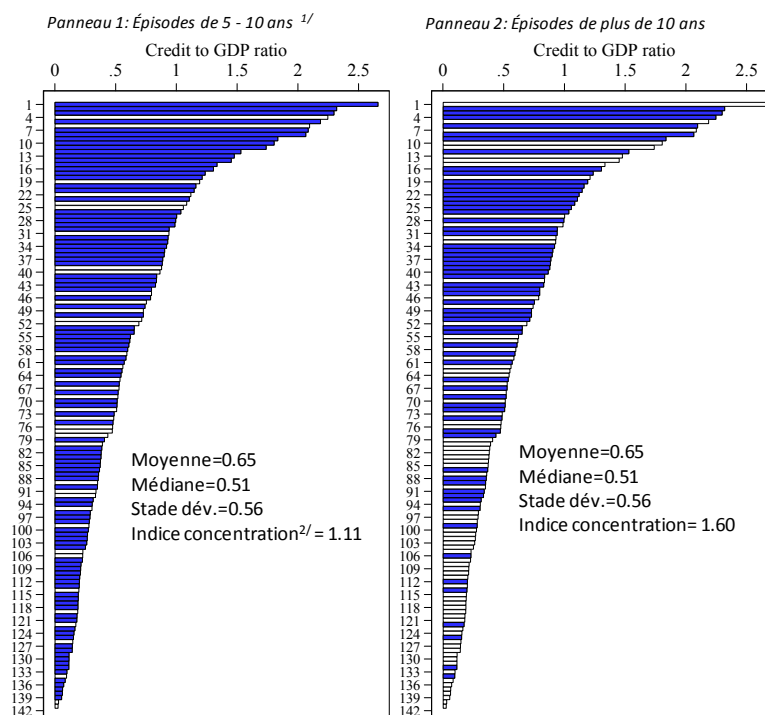
⁴⁰ Gourinchas et al. (2001) estiment que la durée moyenne d'une expansion du crédit est de 6,7 ans, avec un écart-type de 3,6. Hilbers et al. (2005) constatent qu'une expansion du crédit qui se termine par une crise dure en moyenne 6,8 ans, tandis que celle qui se termine sans crise a une durée moyenne de 9,6 ans.

B. Un aperçu des épisodes d'accélération et de stagnation

110. Épisodes. À l'aide de ces critères, nous identifions 174 épisodes de brèves accélérations entre 1960 et 2009, et 66 périodes de croissance soutenue (tableau IX.1). Nous identifions également 230 épisodes de stagnation. Alors que les épisodes de croissance et de stagnation surviennent régulièrement au fil des ans, les périodes de croissance soutenue sont moins fréquentes. Elles représentent moins du tiers de l'ensemble des épisodes. Les épisodes de brève accélération et de stagnation sont également répartis sur les cinq décennies couvertes dans notre analyse. L'occurrence de brefs épisodes d'accélération a culminé dans les années 1990, sous l'impulsion des événements survenus en Afrique, en Asie et dans l'Hémisphère occidental. L'apparition d'épisodes de croissance soutenue a également culminé dans les années 1990, sous l'impulsion de l'Europe. Cependant, de longs épisodes ont été également bien représentés au cours des années 1960 et 1980.⁴¹ Dans l'ensemble, la région Moyen-Orient et Afrique du Nord a connu le plus petit nombre d'épisodes de croissance (si l'on exclut les régions de l'Asie centrale et de l'Europe de l'Est plus la CEI et la Mongolie, qui n'apparaissent pas dans l'échantillon que pour les deux dernières décennies). L'Afrique a connu le plus grand nombre d'épisodes de stagnation dans les années 1980 et 1990.

111. Différences entre groupes de revenus. L'occurrence des épisodes présente des différences manifestes entre groupes de revenus (tableau IX.2). En termes absolus, le groupe des pays à revenu intermédiaire (PRI) se trouve nettement au « cœur de l'action », la répartition étant relativement égale entre les pays de la tranche inférieure et ceux de la tranche supérieure. Ce groupe représente l'essentiel des périodes courtes et longues, les années 1990 constituant la décennie la plus faste. Les PRI ont également connu un grand nombre de longs épisodes durant les décennies 1960 et 1990. Les pays à revenu élevé (PRE) représentent plus du tiers des longs épisodes et un peu moins du tiers des courts épisodes de croissance, avec une concentration dans les années 1980 et 1990. Les PFR n'affichent

Graphique IX.2 Ratios du crédit au PIB et dispersion entre les pays pour 2 types d'épisodes d'accélération



Sources : calculs des auteurs et WDI.

1/ Les barres ombrées dénotent les pays ayant au moins un épisode d'accélération.

2/ Un indice de concentration supérieur à un signifie que la moyenne des barres ombrées dépasse la moyenne de toutes les observations.

⁴¹ L'absence d'épisodes longs dans les années 2000 est attribuable à la date butoir fixée à 2009. Ainsi donc, certaines des périodes courtes qui ont débuté en 1999 ou après pourraient encore devenir des périodes soutenues.

que sept épisodes soutenus et un peu plus d'un cinquième des courts épisodes de croissance. Les épisodes de stagnation sont répartis de façon relativement égale entre les groupes de revenus. En termes relatifs, les épisodes d'approfondissement et de stagnation sont assez également réparties (figure IX.2). Si l'on compare les épisodes en pourcentage d'années par groupe de revenus, l'on constate que les PFR ont connu des périodes (en années) de croissance marginalement plus courtes, mais le plus petit nombre d'épisodes longs. Vus sous cet angle, les PRE ont enregistré le plus grand nombre d'années de croissance soutenue

112. Concentration d'épisodes soutenus. Les épisodes de croissance soutenue sont relativement plus fréquents dans les pays qui disposent désormais de systèmes financiers très développés (graphique IX.2). À 1,6, le ratio de concentration de l'approfondissement du secteur financier sur des périodes soutenues est supérieur à celui des épisodes courts (1,11), ce qui signifie que ces derniers surviennent plus ou moins dans tous les pays, tandis que les épisodes soutenus sont plus concentrés dans les pays disposant désormais de systèmes financiers plus développés.⁴² Cela donne à penser que les épisodes d'approfondissement soutenu, contrairement à une série de courts épisodes d'« atterrissage en douceur », sont plus importants pour le développement financier.

C. Une anatomie du développement financier

Conditions initiales

113. Caractéristiques. Les études définissent trois types de caractéristiques nationales pouvant contribuer à stimuler le développement financier:⁴³ les conditions macroéconomiques et structurelles, la libéralisation du secteur financier et les facteurs institutionnels. Dans cette section, nous cherchons à déterminer si les conditions initiales ont une incidence sur les résultats du développement financier.

114. Environnement macroéconomique. Notre analyse couvre un certain nombre de variables qui caractérisent l'environnement macroéconomique : croissance du PIB, inflation, position budgétaire, compte courant et niveau des taux d'intérêt réels. Sur le plan structurel, nous examinons le degré d'ouverture de l'économie ainsi que la présence de ressources naturelles.

- Les graphiques IX.3 et IX.4, respectivement, montrent que le taux d'inflation moyen et les taux d'intérêts réels moyens au cours des cinq années précédant l'accélération ont été élevés dans les pays qui ont connu une accélération financière éphémère qui s'est terminée par une crise, comparativement aux deux autres types d'épisodes.⁴⁴ Par contre, il n'y a pas eu de différence

⁴² Le ratio de concentration compare le niveau moyen du ratio du crédit au PIB des pays qui ont connu un épisode avec le niveau moyen de l'échantillon. Le ratio peut aller de zéro à l'infini. Un ratio de 1 signifie que les épisodes sont également répartis au sein de l'échantillon (même moyenne).

⁴³ Pour un aperçu détaillé de ces études, voir Quintyn et Verdier (2010).

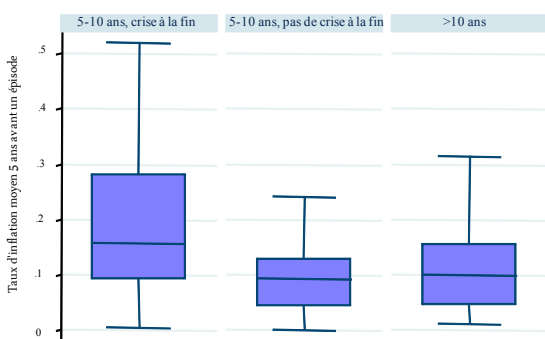
⁴⁴ Dans cette étude, certaines données sont présentées sous forme de diagrammes à boîtes (*box plots*), qui illustrent la distribution des variables à travers cinq statistiques essentielles. Les lignes représentent, de la plus basse à la plus

(continued)

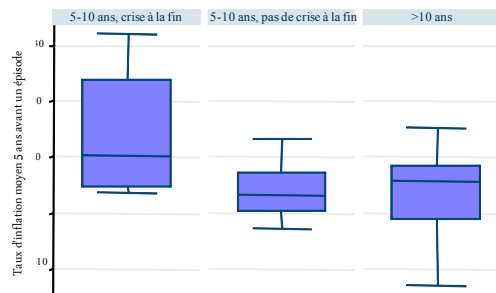
significative entre les trois types d'épisodes en ce qui concerne la croissance du PIB et les soldes budgétaires durant les années qui ont précédé les accélérations (pas indiqué dans les graphiques).

- L'ouverture engendre des accélérations soutenues, mais la présence des ressources naturelles n'a pas cet effet. Le graphique IX.5 indique que le degré d'ouverture (exportations plus importations en pourcentage du PIB) semble favoriser les accélérations, mais il n'existe pas de différence significative entre les impacts sur les deux types d'épisodes courts. Le tableau IX.2 suggère qu'un environnement riche en ressources naturelles n'est pas propice au développement financier. Les pays riches en ressources ne comptent que 11 longs épisodes (un sixième du total), alors qu'ils représentent 39 % de l'ensemble de l'échantillon.⁴⁵

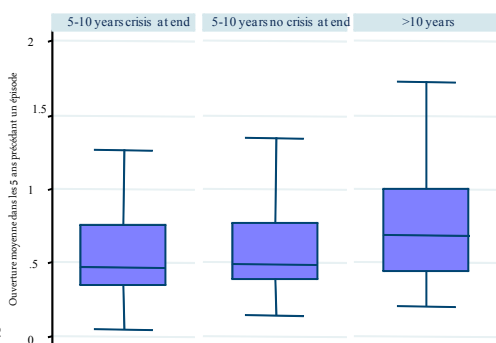
Graphique IX.3. Épisodes et taux d'inflation moyen durant les cinq années précédentes



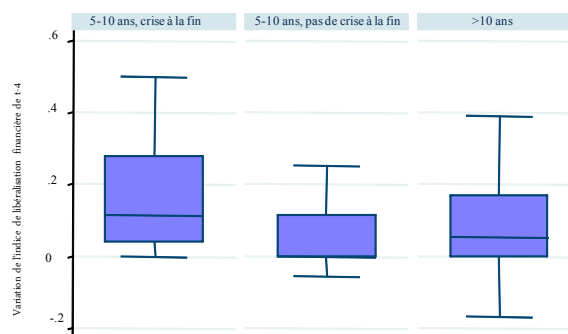
Graphique IX.4. Épisodes et moyenne des taux d'intérêt réels durant les cinq années précédentes



Graphique IX.5. Épisodes et degré d'ouverture de l'économie durant les cinq années précédentes



Graphique IX.6. Épisodes et libéralisation financière durant les cinq années précédentes



haute, le minimum de l'échantillon, le quartile inférieur, la médiane, le quartile supérieur et le maximum de l'échantillon. L'espace entre les différentes parties de la boîte permet d'analyser le degré de dispersion statistique dispersion et d'asymétrie skewness des données.

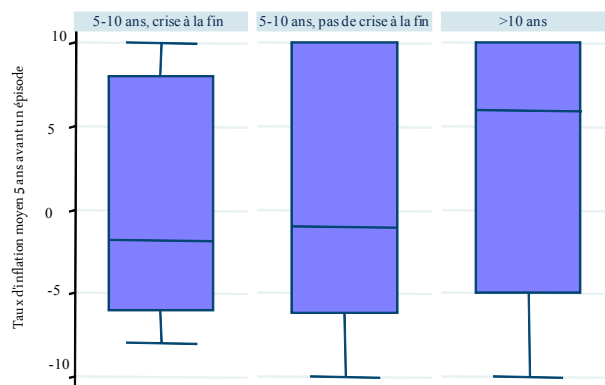
⁴⁵ Ces résultats rejoignent ceux de Beck (2011).

115. La libéralisation financière apparaît comme une force motrice à la fois pour les périodes d'approfondissement courtes et soutenues. Le tableau IX.3 indique qu'un tiers des périodes de 5-10 ans ont été précédées par une ruée vers la libéralisation financière. Cette proportion grimpe à plus de 50 % pour des épisodes plus longs.⁴⁶ Par ailleurs, il y a eu plus de périodes longues suivies d'une amélioration du contrôle bancaire que de périodes courtes. Cela se vérifie, indépendamment des niveaux de revenus. Toutefois, comme nous l'indiquons ci-après, une libéralisation financière rapide peut avoir une incidence négative sur la probabilité d'une crise. En outre, si la libéralisation est suivie d'une amélioration du contrôle, la probabilité d'une longue accélération augmente. En observant l'intensité de la libéralisation, nous constatons que les périodes courtes se terminant par une crise ont été marquées par une libéralisation plus intense (graphique IX.6).

116. Facteurs institutionnels.⁴⁷ L'on reconnaît de plus en plus que la qualité des institutions joue aussi un rôle dans le développement financier. Certains auteurs soutiennent que la tradition juridique d'un pays contribue de façon cruciale à expliquer les différences de développement financier entre les pays (La Porta et al., 1998). D'autres soulignent le rôle d'une application effective des droits de propriété (Acemoglu et Johnson, 2005; Tresselt et Degatriache, 2008). Enfin, d'autres estiment que la source ultime d'une telle protection émane de la qualité des institutions politiques (Haber, et al, 2008).

117. Importance du rôle des facteurs institutionnels. Le tableau IX.3 suggère que, de façon générale, il est probable que de longues périodes d'accélération surviennent dans des environnements où le pouvoir exécutif subit des contraintes accrues et dans des environnements démocratiques. Seulement 6 % des épisodes longs ont eu lieu dans des environnements autocratiques. Les PFR font exception à la règle (ils ont également eu le plus petit nombre d'épisodes longs). De plus, le graphique IX.7 montre que les épisodes longs tendent à survenir dans des environnements politiques où il y a plus de contre-pouvoirs (la médiane étant située juste au-dessus de 5).

Graphique IX.7 Épisodes et institutions politiques durant les cinq années précédentes



⁴⁶ La construction des indices de libéralisation financière (Abiad et Mody, 2005 par exemple) a récemment donné lieu à des analyses plus détaillées de l'effet de libéralisation dans les données de panel. La présente étude utilise l'indice de libéralisation financière calculé par Abiad et al. (2008) (inspiré de l'indice précédemment mis au point par Abiad et Mody (2005)).

⁴⁷ Les droits de propriété, estime-t-on, ne sont efficaces que si l'État est assez fort pour les appliquer. Cependant, quand un État est assez fort pour appliquer les lois, il est également assez fort pour les enfreindre (en l'absence de contre-pouvoirs limitant son emprise). Par conséquent, le développement financier est mieux servi par un État qui impose des contraintes à son propre pouvoir.

Durée

118. Durée des épisodes. Les statistiques descriptives du tableau IX.4 apportent quelques informations sur la durée des épisodes. La durée moyenne des périodes courtes est de sept ans. Les périodes soutenues durent en moyenne deux fois plus longtemps. Les épisodes de stagnation ont une durée moyenne de huit ans. Le ratio moyen du crédit au PIB au début d'une période soutenue est de 20 %, niveau nettement inférieur à celui des périodes courtes, et atteint en moyenne 67 % à la fin d'un épisode. Après une période de croissance soutenue, les pays triplent en moyenne leur niveau de développement financier, tandis que les poussées de croissance plus courtes n'augmentent que d'un facteur de 1,5. Les périodes dites de stagnation sont en fait des épisodes de croissance négative. Le niveau de développement financier baisse en moyenne d'un peu plus de 10 points de pourcentage. Les indicateurs de croissance moyenne et de croissance maximale ne présentent pas de différences décisives entre les deux types d'épisodes de croissance financière.

119. Les épisodes de stagnation durent longtemps (5-10 ans et plus) et sont très courants dans tous les pays. Ils représentent 28 % de tous les épisodes, contre 22 % pour les épisodes courts et 17 % pour les épisodes longs.⁴⁸ En procédant par groupe de revenu, nous constatons que les PFR ont connu un peu plus d'épisodes de stagnation et beaucoup moins de périodes d'approfondissement (épisodes longs).

Conditions finales

120. Atterrissages brutaux. Les épisodes courts se terminent souvent par des crises. Ce résultat — comme l'indique le tableau IX.5 — confirme ceux des études relatives à l'expansion du crédit. Pour l'ensemble de l'échantillon, le tableau indique que la probabilité qu'un épisode se termine par une crise (bancaire, monétaire de la dette — ou une combinaison de ces dernières) est deux fois plus élevée pour les épisodes courts que pour les épisodes longs (et cinq fois plus élevée dans le cas des crises de la dette). Seulement 3 % des épisodes soutenus se terminent par une crise bancaire. Les crises monétaires sont les plus courantes, suivies des crises bancaires.⁴⁹

121. Propension aux crises dans les PRI. Les PRI semble être les plus enclins à des accélérations se terminant par des crises. D'après le tableau IX.5, la probabilité que des épisodes courts ou longs dans les PRE se terminent par des crises bancaires ou monétaires avoisine 4 %. De 9 à 18 % des épisodes de croissance à court terme dans les PRI se terminent par une crise, les crises monétaires étant les plus probables. En outre, 13 % des épisodes longs se sont terminés en pleine crise monétaire. Les épisodes longs dans les PFR (au nombre de sept dans l'échantillon) se sont toujours terminés par un atterrissage en douceur. Toutefois, les épisodes courts dans les PFR tendent également à se terminer par des crises monétaires (13 %).

⁴⁸ La zone grise dénommée « néant » représente globalement toutes les années qui ne correspondent à aucune de nos périodes de stagnation ou d'accélération.

⁴⁹ Dans ce tableau, les crises énumérées ne sont pas mutuellement exclusives. Il est donc possible d'un pays donné connaisse une combinaison de deux ou même trois types de crise.

122. Conditions finales qui ne sont pas indépendantes des conditions initiales. Les épisodes de crise et sans crise peuvent avoir des conditions initiales sensiblement différentes. Premièrement, une libéralisation financière rapide et de grande envergure est associée à une plus forte probabilité qu'un épisode se termine par une crise (graphique IX.6). De plus, les pays imposant des contraintes mineures au pouvoir exécutif et dotés d'institutions moins démocratiques tendent également à connaître plus d'atterrissages brutaux que les autres. Sur le plan macroéconomique, nous constatons que les pays affichant initialement une inflation et des taux d'intérêt réels plus élevés sont plus vulnérables aux crises que leurs pairs (graphiques IX.3 et IX.5). Enfin, l'ouverture de l'économie semble avoir un effet modérateur, fût-il marginal (graphique IX.5). Dans la période précédant l'accélération, d'autres variables économiques tels que le solde budgétaire et le solde du compte courant ne semblent pas jouer un rôle important.

123. Importance d'un environnement institutionnel. La transformation d'un épisode d'accélération en un épisode long et soutenu ou en un événement éphémère suivi d'un atterrissage en douceur dépend essentiellement de l'environnement institutionnel. Dans la période précédant l'accélération, la situation macroéconomique ou l'intensité de la libéralisation financière ne sont pas sensiblement différentes pour les épisodes courts suivis d'un atterrissage en douceur ou pour les épisodes soutenus. Comme l'indique le graphique IX.9, l'environnement politique est nettement différent : non seulement les pays dont le système politique comporte des contre-pouvoirs ont plus de chances d'éviter des crises, mais ils bénéficient également de plus longs épisodes d'approfondissement financier.

D. Conclusion

124. Libéralisation financière et accélérations. L'analyse suggère qu'il existe un lien étroit entre la libéralisation financière et les accélérations financières. Cependant, la libéralisation financière apparaît comme un ingrédient nécessaire, mais pas suffisant pour assurer l'approfondissement financier. Plusieurs épisodes de stagnation ont été précédés par d'importants efforts de libéralisation, mais sans effet identifiable. De plus, la libéralisation financière dans un environnement marqué par la présence d'institutions fortes (la présence de contre-pouvoirs politiques étant une variable de substitution) a plus de chances d'entraîner des périodes soutenues d'approfondissement financier. De surcroît, si elle est assortie d'une amélioration du contrôle, la probabilité d'une longue accélération augmente à la suite de la libéralisation financière. De courtes accélérations peuvent survenir dans divers environnements institutionnels. Ce résultat confirme ce que pensent les tenants des « institutions politiques », selon qui les systèmes politiques dotés d'un ensemble de poids et contrepoids ont plus de chances d'encourager la croissance financière que les autres en raison du rôle crucial de la confiance en l'État comme moteur des transactions financières.

125. Conditions finales qui ne sont pas indépendantes des conditions initiales. D'après nos données, la probabilité qu'une période de croissance financière se termine par une crise est plus forte quand (i) la libéralisation financière est trop rapide ; (ii) l'environnement institutionnel a des contre-pouvoirs limités ; (iii) l'environnement macroéconomique est instable (taux d'inflation et taux

d'intérêts réels élevés). De plus, les épisodes d'approfondissement soutenu ont plus de chances de se matérialiser dans des systèmes dotés de contre-pouvoirs politiques.

126. Moins d'épisodes soutenus dans les PFR. La rareté relative des épisodes d'approfondissement financier dans les PFR résulte sans doute d'une combinaison de facteurs. Premièrement, la stabilité macroéconomique a fait défaut dans bien des PFR au cours des années 70 et 80. Deuxièmement, pour de nombreux PFR, les carences de l'environnement institutionnel demeurent un défi qui peut revêtir plus d'acuité dans les pays riches en ressources naturelles. En outre, l'absence de perspectives de croissance soutenue peut être la cause profonde du problème.

127. Implications. Pour les PFR, nos résultats suggèrent un certain nombre de pistes pour promouvoir le développement financier et prévenir les crises.

- promouvoir la bonne gouvernance ;
- mettre en œuvre la libéralisation financière à un rythme modéré ;
- préserver les acquis de la stabilité macroéconomique.

Références

- Abiad, A., E. Detragiache, and T. Tressel, 2008, "A New Database of Financial Reforms" IMF Working Paper 08/266 (Washington: International Monetary Fund).
- _____, and A. Mody, 2005, "Financial Liberalization: What Shakes It? What Shapes It?", *American Economic Review*, Vol. 95, pp. 66-88.
- Acemoglu, D., and S. Johnson, 2005, "Unbundling Institutions", *Journal of Political Economy*, Vol. 113, pp. 949-995.
- Beck, T., 2011, "Finance and Oil: Is there a Resource Curse?" in *Beyond the Curse. Policies to Harness the Power of Natural Resources*, ed. by Arezki, Gylfason, and Sy (Washington: International Monetary Fund).
- Gourinchas, P., R. Valdés, and O. Landerretche, 2001, "Lending Booms: Latin America and the World," *Economia*, Spring, pp. 47-99.
- Haber, S., D. North, and B. Weingast, 2008, *Political Institutions and Financial Development*, Stanford University Press (Stanford, California: Stanford University).
- Hilbers, P., C. Pazarbasioglu, I. Otker-Robe, and G. Johnsen, 2005, "Assessing and Managing Rapid Credit Growth and the Role of Supervisory and Prudential Policies," IMF Working 05/151 (Washington: International Monetary Fund).
- La Porta R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, 1998, "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, Vol. 106, pp. 1113-1155.
- Laeven, L., and F. Valencia, 2008, "Systemic Banking Crises: A New Database", IMF Working Paper 08/224 (Washington: International Monetary Fund).

Quintyn, M., and G. Verdier, 2010, "Mother Can I Trust the Government? Sustained Financial Deepening – A Political Institutions View" IMF Working Paper 10/1210 (Washington: International Monetary Fund).

Tressel, T., and E. Detragiache, 2008, "Do Financial Reforms Lead to Financial Development? Evidence from a New Dataset," IMF Working Paper 08/265 (Washington: International Monetary Fund).

**Tableau IX.1 Épisodes d'approfondissement financier et de stagnation par région
(1960-2009)**

Région	Épisode	Période					Total
		60-69	70-79	80-89	90-99	00-09	
Afrique	5-10 ans	3	13	6	11	10	43
	> 10 ans	2	1	4	2	0	9
	stagnation	3	8	20	17	10	58
Asie	5-10 ans	4	4	6	10	7	31
	> 10 ans	5	3	5	3	0	16
	stagnation	2	5	8	11	4	30
Asie centrale et Europe de l'Est	5-10 ans	1	0	1	2	6	10
	> 10 ans	0	0	1	5	0	6
	stagnation	0	1	2	5	2	10
CEI et Mongolie	5-10 ans	0	0	0	2	2	4
	> 10 ans	0	0	0	4	0	4
	stagnation	0	0	0	1	0	1
Europe	5-10 ans	6	4	10	3	4	27
	> 10 ans	3	0	3	8	0	14
	stagnation	10	11	7	9	2	39
MOAN	5-10 ans	2	2	4	5	2	15
	> 10 ans	1	2	0	1	0	4
	stagnation	4	1	6	5	2	18
Hémisphère occidental	5-10 ans	4	8	11	16	5	44
	> 10 ans	7	1	3	2	0	13
	stagnation	6	6	19	9	14	54
Total	5-10 ans	20	31	38	49	36	174
	> 10 ans	18	7	16	25	0	66
	stagnation	25	32	62	57	34	210

Sources : calculs des auteurs et WDI.

Tableau IX.2 Épisodes d'approfondissement financier et de stagnation par niveau de revenu et selon la présence des ressources naturelles (1960-2009)

Région	Épisode	Période					Total
		60-69	70-79	80-89	90-99	00-09	
Revenu élevé	5-10 ans	9	6	18	12	9	54
	> 10 ans	6	3	6	10	0	25
	stagnation	13	17	12	19	5	66
Revenu intermédiaire (tranche supérieure)	5-10 ans	3	3	7	13	8	34
	> 10 ans	4	2	4	6	0	16
	stagnation	3	5	17	11	9	45
Revenu intermédiaire (tranche inférieure)	5-10 ans	5	12	9	15	7	48
	> 10 ans	6	2	4	6	0	18
	stagnation	7	5	19	12	11	54
Faible revenu	5-10 ans	3	10	4	9	12	38
	> 10 ans	2	0	2	3	0	7
	stagnation	2	5	14	15	9	45
Total	5-10 ans	20	31	38	49	36	174
	> 10 ans	18	7	16	25	0	66
	stagnation	25	32	62	57	34	210
<i>dont</i>							
<i>pays riches en ressources</i>	<i>5-10 ans</i>						<i>43</i>
	<i>> 10 ans</i>						<i>11</i>
	<i>stagnation</i>						<i>53</i>
<i>pays pauvres en ressources</i>	<i>5-10 ans</i>						<i>131</i>
	<i>> 10 ans</i>						<i>55</i>
	<i>stagnation</i>						<i>157</i>

Source: author's calculations and WDI; resource rich countries are according to FAD database on revenue from natural resources.

Tableau IX.3 Anatomie des épisodes d'accélération et de stagnation financière
En pourcentage du nombre d'épisodes (1960-2009)

	5-10 ans	> 10 ans	Stagnation
Tous les pays			
Libéralisation financière, 4 ans avant le début /1	33.30	51.40	33.10
Amélioration de la supervision, 4 ans avant le début /2	31.20	45.90	26.30
Contraintes sur l'exécutif, 5 ans avant le début /3	33.10	54.20	34.40
Régime démocratique, 10 ans avant le début /4	36.80	50.00	42.90
Régime autocratique, 10 ans avant le début /5	11.50	6.10	14.30
Changement positif de régime, 5 ans avant le début /6	10.90	7.60	11.90
Changement négatif de régime, 5 ans avant le début /7	10.90	6.10	6.70
PRE			
Libéralisation financière, 4 ans avant le début /1	28.10	50.00	18.20
Amélioration de la supervision, 4 ans avant le début /2	62.50	81.30	57.80
Contraintes sur l'exécutif, 5 ans avant le début /3	76.90	79.20	78.80
Régime démocratique, 10 ans avant le début /4	81.50	72.00	81.80
Régime autocratique, 10 ans avant le début /5	3.70	8.00	4.50
Changement positif de régime, 5 ans avant le début /6	3.70	0.00	6.10
Changement négatif de régime, 5 ans avant le début /7	0.00	0.00	1.50
PRI			
Libéralisation financière, 4 ans avant le début /1	40.90	52.90	41.80
Amélioration de la supervision, 4 ans avant le début /2	54.50	61.10	55.40
Contraintes sur l'exécutif, 5 ans avant le début /3	27.00	46.40	24.40
Régime démocratique, 10 ans avant le début /4	23.20	44.10	34.30
Régime autocratique, 10 ans avant le début /5	14.60	2.90	16.20
Changement positif de régime, 5 ans avant le début /6	11.00	11.80	12.10
Changement négatif de régime, 5 ans avant le début /7	13.40	8.80	7.10
PFR			
Libéralisation financière, 4 ans avant le début /1	23.50	50.00	42.10
Amélioration de la supervision, 4 ans avant le début /2	35.30	75.00	47.40
Contraintes sur l'exécutif, 5 ans avant le début /3	0.00	0.00	2.20
Régime démocratique, 10 ans avant le début /4	2.60	0.00	4.40
Régime autocratique, 10 ans avant le début /5	15.80	14.30	24.40
Changement positif de régime, 5 ans avant le début /6	21.10	14.30	20.00
Changement négatif de régime, 5 ans avant le début /7	21.10	14.30	13.30
Nombre total d'épisodes	174	66	210

Sources : calculs des auteurs, WDI, Abiad et al. (2008), et Polity IV.

1/ Définie comme une hausse d'au moins 0.13 point de base de l'indice de libéralisation financière 4 ans avant le début de l'épisode.

2/ Définie comme une hausse d'au moins 0.13 point de base de l'indice de contrôle bancaire 4 ans avant le début de l'épisode.

3/ Définie comme l'indice moyen supérieur à 6 de la "contrainte sur l'exécutif" 5 ans avant le début de l'épisode.

4/ Défini comme l'indice polity 2 supérieur à 6 durant 10 années consécutives avant le début de l'épisode.

5/ Défini comme l'indice polity 2 inférieur à -6 durant 10 années consécutives avant le début de l'épisode.

6/ Défini comme un bond positif d'au moins 3 points de l'indice polity 2 dans les 5 ans précédant le début de l'épisode.

7/ Défini comme un bond négatif d'au moins 3 points de l'indice polity 2 dans les 5 ans précédant le début de l'épisode.

Tableau IX.4 Épisodes d'approfondissement financier et de stagnation
Statistiques descriptives (1960-2009)

	5-10 ans	> 10 ans	Stagnation
Durée moyenne de l'épisode (années)	7.07	14.64	8.36
Ratio moyen crédit/PIB au début d'un épisode (écart type)	0.34 -0.34	0.21 -0.17	0.43 -0.35
Le plus faible ratio crédit/PIB au début d'un épisode	0.01	0.01	0.02
<i>Pays ayant le plus faible ratio crédit/PIB au début d'un épisode</i>	<i>Congo, RD</i>	<i>Rwanda</i>	<i>Ouganda</i>
Le plus fort ratio crédit/PIB au début d'un épisode	1.83	0.73	2.01
<i>Pays ayant le plus fort ratio crédit/PIB au début d'un épisode</i>	<i>États-Unis</i>	<i>Espagne</i>	<i>Japon</i>
Croissance moyenne du ratio crédit/PIB durant un épisode (%) (écart type)	11.16 -12.57	11.25 -13.75	-5.49 -10.03
Croissance maximum du ratio crédit/PIB durant un épisode (%)	109.57	165.31	22.54
<i>Pays à croissance maximum du ratio crédit/PIB durant un épisode</i>	<i>RDP Lao</i>	<i>Cap-Vert</i>	<i>Lesotho</i>
Ratio moyen crédit/PIB à la fin d'un épisode (écart type)	0.53 -0.46	0.67 -0.47	0.33 -0.31

Sources : calculs des auteurs et WDI.

Tableau IX.5 Incidence des crises durant et à la fin des épisodes (1960-2009)
(in percent of episodes)

	5-10 ans	> 10 ans	Stagnation
Tous les pays			
Crise bancaire, au cours d'un épisode	12.0	16.7	16.1
Crise bancaire, dernière année ou année suivante	6.3	3.3	2.1
Crise monétaire, au cours d'un épisode	10.1	21.7	33.3
Crise monétaire, dernière année ou année suivante	12.7	6.7	3.6
Crise de la dette, au cours d'un épisode	5.7	5.0	7.8
Crise de la dette, dernière année ou année suivante	5.7	1.7	0.0
PRE			
Crise bancaire, au cours d'un épisode	8.7	13.0	6.8
Crise bancaire, dernière année ou année suivante	4.3	4.3	1.7
Crise monétaire, au cours d'un épisode	4.3	8.7	13.6
Crise monétaire, dernière année ou année suivante	4.3	0.0	1.7
Crise de la dette, au cours d'un épisode	0.0	0.0	1.7
Crise de la dette, dernière année ou année suivante	0.0	0.0	0.0
PRI			
Crise bancaire, au cours d'un épisode	17.6	16.7	19.3
Crise bancaire, dernière année ou année suivante	9.5	3.3	1.1
Crise monétaire, au cours d'un épisode	12.2	30.0	40.9
Crise monétaire, dernière année ou année suivante	17.6	13.3	1.1
Crise de la dette, au cours d'un épisode	9.5	10.0	12.5
Crise de la dette, dernière année ou année suivante	8.1	3.3	0.0
PFR			
Crise bancaire, au cours d'un épisode	5.3	28.6	22.2
Crise bancaire, dernière année ou année suivante	2.6	0.0	4.4
Crise monétaire, au cours d'un épisode	13.2	28.6	44.4
Crise monétaire, dernière année ou année suivante	13.2	0.0	11.1
Crise de la dette, au cours d'un épisode	5.3	0.0	6.7
Crise de la dette, dernière année ou année suivante	7.9	0.0	0.0

Sources : calculs des auteurs et WDI. Les dates des crises sont tirées de Laeven et Valencia (2008).

X. (CADRE DE LA) SURVEILLANCE FINANCIÈRE DANS LES SYSTÈMES FINANCIERS PEU PROFONDS⁵²

Dans la présente note, nous présentons les éléments d'un cadre diagnostique pour la surveillance du secteur financier dans les pays à faible revenu. En nous appuyant sur le travail d'analyse des chapitres précédents et sur les observations tirées de notre expérience opérationnelle, nous faisons une synthèse des principales considérations et questions à prendre en compte dans le contexte de la surveillance. Compte tenu de l'hétérogénéité considérable des pays à faible revenu, ce cadre gagnera à être adapté à la situation particulière de chaque pays.

128. Nécessité de définir un cadre. Il convient d'accorder une plus grande attention, dans le cadre de la surveillance, aux conséquences pour la stabilité macroéconomique du manque de profondeur et de diversification des systèmes financiers. Cela suppose de dépasser le cadre restreint des indicateurs de stabilité financière habituels pour appréhender comment l'absence ou les limites des marchés et des intermédiaires financiers peuvent influencer sur la stabilité macroéconomique et l'efficacité de l'action des pouvoirs publics dans les PFR. En même temps, il importe d'évaluer soigneusement les modifications à apporter aux cadres réglementaires et de surveillance de manière à ce que ceux-ci accompagnent l'approfondissement du secteur financier et en suivent l'évolution. Les avantages et les risques inhérents au processus de diversification financière doivent être à la base des conseils de politique économique fournis par le FMI.⁵⁰

129. Défis pour les PFR. Pour être hétérogènes, les PFR n'en connaissent pas moins les mêmes difficultés en matière de surveillance financière. Par rapport aux pays plus développés, les infrastructures financières qui sous-tendent les politiques macroéconomiques sont souvent plus fragiles, les institutions réglementaires et prudentielles sont fréquemment sous-développées ou dépourvues de moyens suffisants et les données disponibles sont généralement de moins bonne qualité, autant d'éléments qui compliquent la surveillance du secteur financier. Ces caractéristiques spécifiques rendent nécessaire la conception d'un cadre diagnostique plus adapté à la surveillance financière dans les PFR. Dans le tableau ci-après, nous présentons quelques éléments qui pourraient faire partie de ce cadre, en nous inspirant des notes précédentes et de notre expérience opérationnelle de la surveillance financière dans les marchés peu profonds et peu diversifiés.

130. Éléments du cadre. Le cadre proposé dans le tableau ci-après couvre cinq domaines principaux : i) les opérations monétaires et le mécanisme de transmission; ii) les marchés et les instruments de financement de l'État; iii) l'accès aux services financiers; iv) la supervision bancaire et la gestion des risques dans les activités bancaires; et v) les infrastructures juridique et comptable. Il présente aussi quelques exemples et donne des pistes de réflexion quant à la manière dont l'approfondissement du secteur financier pourrait être pris en compte dans la surveillance financière des PFR. Les principaux domaines sont abordés sous quatre angles : i) les conséquences du manque

⁵⁰ Cette note a été préparée par Mauro Mecagni, Cheik Gueye et Yibin Mu (tous AFR).

de profondeur des marchés; ii) les causes et les conséquences du manque de profondeur des marchés; iii) les principales implications pour la surveillance financière; et iv) les principaux indicateurs qualitatifs et quantitatifs qu'il pourrait être utile de suivre.

131. Considérations générales. Le cadre présenté n'a pas la prétention d'être complet, en ce sens ce qu'il ne traite pas toutes les questions pour tous les services/marchés financiers et tous les pays. Il doit plutôt être considéré comme une référence générale qui peut être adaptée à la situation particulière de chaque pays.

Surveillance financière dans les marchés peu profonds

Principaux domaines	Conséquences du manque de profondeur des marchés	Causes	Implications pour la surveillance	Suivi (indicateurs proposés)
<p>Opérations monétaires et mécanisme de transmission</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Les taux prêteurs et les taux des dépôts ne réagissent pas à l'évolution des taux directeurs de la banque centrale (BC). • Le volume de crédit ne réagit pas à l'évolution des taux directeurs de la BC. • Absence d'instruments de couverture pour le risque de change et de taux d'intérêt. • Contrôle inefficace de la demande globale et des tensions inflationnistes. 	<ul style="list-style-type: none"> • Manque de profondeur des marchés monétaires (faiblesse du canal des taux d'intérêt) • Marchés secondaires restreints (faiblesse du canal des actifs) • Concurrence limitée dans le système bancaire (faiblesse du canal des taux d'intérêt) • Liquidité structurelle excédentaire dans le secteur bancaire et insuffisance des possibilités de prêt. • Liquidité contrôlée davantage par les opérations de change que dans les systèmes plus profonds. 	<p>Dans les marchés profonds, la surveillance est souvent centrée sur :</p> <ul style="list-style-type: none"> • les objectifs monétaires et cibles intermédiaires de la BC • les instruments de gestion de la liquidité de la BC (opérations d'<i>open market</i>, facilités permanentes, prises en pension) <p>Dans les marchés peu profonds, la surveillance financière devrait être centrée sur :</p> <ul style="list-style-type: none"> • l'infrastructure qui sous-tend la transmission monétaire (par exemple les enchères de titres publics, les marchés interbancaires et secondaires) • la qualité de l'environnement institutionnel et réglementaire (par exemple droits de propriété, respect des contrats, informations sur la solvabilité des emprunteurs) • la profondeur des marchés pour couvrir les risques de change et de taux d'intérêt 	<ul style="list-style-type: none"> • Indicateurs d'activité du marché monétaire et structure des taux d'intérêt • Indicateurs d'activité/volume des opérations sur le marché secondaire • Niveau de la liquidité excédentaire dans le système bancaire (par exemple réserves excédentaires à la BC) • Concentration du crédit, selon la taille de l'emprunteur et du secteur • Titres publics détenus par les banques, en pourcentage du crédit intérieur total • Droits des créanciers et droits de propriété, normes de divulgation

Principaux domaines	Conséquences du manque de profondeur des marchés	Causes	Implications pour la surveillance	Suivi (indicateurs proposés)
Marchés et instruments de financement de l'État	<ul style="list-style-type: none"> • Illiquidité du marché de la dette publique • Structure restreinte des taux, en général prépondérance des échéances courtes • Volants budgétaires doivent être plus élevés, ce qui est incompatible avec une augmentation des besoins de dépenses et l'étroitesse des bases d'imposition. • Le financement du budget est altéré et vulnérable à une évolution défavorable des financements externes et aux risques de refinancement • Émission en général plus coûteuse que dans les marchés profonds, en raison des placements privés ponctuels • Contagion financière limitée en provenance des marchés étrangers 	<ul style="list-style-type: none"> • La base d'investisseurs n'est pas différenciée et est constituée surtout de banques • Les marchés secondaires étant restreints, les investisseurs doivent garder leurs titres jusqu'à l'échéance • Les instruments financiers publics en monnaie locale n'attirent guère les investisseurs étrangers en raison des obstacles de change ou d'ordre administratif aux mouvements de capitaux • Les autorités peuvent ne pas accepter les taux d'intérêt du marché 	<p>Dans les marchés peu profonds, la surveillance devrait être centrée sur :</p> <ul style="list-style-type: none"> • la capacité de gestion du Trésor (gestion des encaisses publiques, procédures d'émission des titres publics) • le manque de profondeur des marchés et les carences de la gestion des finances publiques, qui peuvent engendrer des arriérés intérieurs; l'existence de gros fournisseurs de l'État, qui peuvent constituer une vulnérabilité systémique et restreindre le crédit aux autres emprunteurs (surtout les PME) • la qualité et la taille des infrastructures du marché (systèmes de règlement, dépositaires centraux de titres), qui doivent être à la mesure des volumes d'opérations • le manque d'instruments de couverture pour les opérations en devises, qui peut décourager les investisseurs étrangers • les conditions préalables (par exemple, capacité de surveillance) à l'ouverture du compte de capital 	<ul style="list-style-type: none"> • Taille des volants budgétaires (par exemple, proportion des dépôts publics librement disponibles à la BC, en mois de dépenses publiques et en pourcentage des dettes arrivant à échéance (risques de liquidité et de refinancement). • Stocks et flux des investissements des établissements financiers en titres publics (risques de bilan) et obligation faite aux banques de détenir des titres publics • Contreparties des arriérés publics et risques qui en découlent pour le système bancaire • Mécanisme de fixation des prix pour les placements privés et les enchères de titres publics

Principaux domaines	Conséquences du manque de profondeur des marchés	Causes	Implications pour la surveillance	Suivi (indicateurs proposés)
Accès aux services financiers	<ul style="list-style-type: none"> • Produits financiers relativement peu diversifiés et système financier dominé par une banque • Faible proportion d'entreprises ayant des lignes de crédit bancaires, faible ratio crédit privé/PIB, taux d'épargne bas • Faible niveau de compétence financière • Innovations financières, telles que paiements et opérations bancaires par téléphone portable, peuvent ne pas se développer au même rythme que la diffusion des instruments disponibles (par exemple téléphones mobiles, guichets électroniques, appareils électroniques) • Frein à la croissance, à l'emploi et à la diversification économique, ce qui contribue à la pauvreté 	<ul style="list-style-type: none"> • Forte concentration du secteur bancaire, concurrence limitée • Refus de prêter des banques en raison de possibilités de prêt jugées insuffisantes • Niveau élevé des frais de gestion de compte et du coût de l'envoi de fonds, écarts de taux d'intérêt élevés • Justificatifs requis (par exemple absence de cartes d'identité/documents avec photo du titulaire) • Consommateurs, petites entreprises et banques peu enclins à opter pour les opérations bancaires et les paiements par téléphone portable, à cause des risques de panne du système de paiement et du manque de coordination entre organes de réglementation (par exemple, pour les banques, paiements, concurrence, télécommunications & lutte contre le blanchiment d'argent) 	<ul style="list-style-type: none"> • Contrôler les biais réglementaires, l'adéquation des outils de protection légale des clients et les autres facteurs qui pourraient entraver le développement du système financier (par exemple, médiocrité des infrastructures de paiement) • Rechercher les obstacles au bon fonctionnement des mécanismes d'exécution des contrats • Approche réglementaire de la protection des consommateurs • Existence et fonctionnement des registres de crédit • Existence d'une coordination entre autorités de supervision et de réglementation en matière d'opérations bancaires et de paiements par téléphone portable • Examiner les implications des paiements électroniques/par téléphone portable pour la stabilité du système bancaire • Examiner l'impact de la réglementation en matière de LBA/FT sur l'ouverture de comptes bancaires et les transactions en espèces 	<ul style="list-style-type: none"> • Proportion de la population ayant un compte bancaire • Frais d'ouverture ou de gestion des comptes/microcomptes bancaires • Indicateurs des activités bancaires virtuelles, des opérations bancaires par téléphone portable et de l'accès aux établissements de microfinance (MFN) • Cadre juridique de la protection des déposants/consommateurs dans divers secteurs financiers et incitations à l'interaction entre les établissements bancaires formels, les établissements de MFN et les établissements informels

Principaux domaines	Conséquences du manque de profondeur des marchés	Causes	Implications pour la surveillance	Suivi (indicateurs proposés)
Supervision bancaire et gestion des risques	<ul style="list-style-type: none"> • Insuffisance des capacités de gestion des risques dans les banques • Forte probabilité de problèmes de créances improductives et marges de taux bancaires élevées • Les banques sont la propriété ou sous le contrôle d'un petit groupe de personnes ou de familles puissantes, souvent liées au monde politique • Les volants de fonds propres et de liquidité des banques peuvent être exagérés. Si les problèmes ne sont pas détectés à temps, les risques pour la stabilité financière sont d'autant plus grands • Insuffisance ou absence de structures pour régler la situation des banques défailtantes 	<ul style="list-style-type: none"> • Insuffisance des capacités de supervision — nombre insuffisant de contrôleurs bancaires; sous-financement des organes de supervision; protection juridique insuffisante des contrôleurs bancaires • Inadéquation des normes de supervision et d'identification des actifs compromis • Mauvaise gouvernance des entreprises, forte concentration des prêts, faible capacité interne de gestion des risques dans les banques 	<p>Dans les marchés profonds, la surveillance financière est centrée sur :</p> <ul style="list-style-type: none"> • normes de fonds propres, qualité des actifs, gestion, bénéfiques, liquidité (CAMEL) • supervision consolidée et divulgation de l'information • systèmes internes de gestion des risques des banques commerciales <p>Dans les marchés peu profonds, la surveillance devrait aussi évaluer les éléments suivants :</p> <ul style="list-style-type: none"> • adéquation de la capitalisation, directives en matière de détection et de provisionnement des pertes sur prêts (écarts par rapport aux meilleures pratiques) • normes de limitation des prêts à des parties liées (écart par rapport aux meilleures pratiques) • prise en compte par les ISF de la situation des pays (par exemple contraintes économiques) • vérification de l'importance des canaux de risque systémique, tels que les gros emprunteurs communs ou le poids excessif des prêts à des parties liées 	<ul style="list-style-type: none"> • Nombre de contrôleurs par banque en activité et fréquence des inspections sur place • Existence d'un cadre juridique pour protéger des contrôleurs bancaires • Vérification que les informations pertinentes concernant la propriété des banques, leurs prêts et leurs investissements ont été dûment communiquées aux contrôleurs • Suivi de la qualité des actifs, des risques de concentration du crédit et des prêts liés (prêts à des parties liées, en pourcentage du total du crédit et des fonds propres des banques)

Principaux domaines	Conséquences du manque de profondeur des marchés	Causes	Implications pour la surveillance	Suivi (indicateurs proposés)
Infrastructures juridique et comptable	<ul style="list-style-type: none"> • Infrastructure juridique moins adaptée à l'évaluation de la situation financière des emprunteurs 	<ul style="list-style-type: none"> • Manque de transparence et problèmes de gouvernance • Mauvaises pratiques en matière de comptabilité et d'audit, respect douteux des normes 	<p>Dans les marchés profonds, la surveillance financière est centrée sur :</p> <ul style="list-style-type: none"> • le respect des normes internationales en matière de comptabilité et d'audit. • la solidité du cadre juridique qui sous-tend les activités financières <p>Dans les marchés peu profonds, la surveillance financière devrait aussi porter sur :</p> <ul style="list-style-type: none"> • la divulgation publique adéquate des informations bancaires, y compris les ratios prudentiels et de liquidité (qui permettent souvent de détecter les risques de solvabilité lorsque la transparence comptable fait défaut) 	<ul style="list-style-type: none"> • Informations disponibles (par exemple à partir des résultats des évaluations ROSCO de la Banque mondiale) en matière de comptabilité et de gouvernance des entreprises