



LE RENFORCEMENT DE LA SURVEILLANCE DU SECTEUR FINANCIER DANS LES PAYS À FAIBLE REVENU : APPROFONDISSEMENT DU SECTEUR FINANCIER ET STABILITÉ MACROÉCONOMIQUE

16 avril 2012

Problématique. Dans les pays à faible revenu, le manque de profondeur et de diversification des systèmes financiers limite les choix des autorités en matière de politique macroéconomique, entrave la transmission et la mise en œuvre des politiques et bloque les possibilités de transfert de risque. Cela est d'autant plus préoccupant que les pays à faible revenu sont plus vulnérables aux chocs extérieurs (par exemple, aux variations prononcées des cours des produits de base et aux fluctuations des financements extérieurs). Lorsque la marge de manœuvre des autorités et la gamme d'instruments à leur disposition pour atténuer la volatilité macroéconomique qui en découle sont restreintes, la croissance et le bien-être s'en ressentent lourdement. Il est donc essentiel, pour l'efficacité des conseils offerts par le FMI dans le cadre de la surveillance bilatérale, d'accorder toute l'attention voulue aux interactions entre la politique macroéconomique et l'approfondissement du secteur financier dans les pays à faible revenu.

Objectif et portée. Dans ce document, nous proposons d'élargir le champ de la surveillance dans les pays à faible revenu de manière à mieux prendre en compte les interactions entre l'approfondissement du secteur financier et la stabilité macrofinancière, comme le recommande la Revue triennale de la surveillance de 2011. Conscients des arbitrages entre risque et rendement qu'implique tout approfondissement du secteur financier, nous cherchons à mettre en lumière les obstacles d'ordre stratégique et institutionnel qui, dans les pays à faible revenu, influent sur l'efficacité des politiques macroéconomiques, la stabilité macrofinancière et la croissance. Nous accordons une attention particulière à la place des politiques qui peuvent faciliter l'approfondissement durable du secteur financier. Notre réflexion s'appuie sur divers outils conceptuels et analytiques, des analyses empiriques et des études de cas.

Le rôle des politiques. L'hétérogénéité considérable des systèmes financiers des pays à faible revenu militerait en faveur d'une différenciation des mesures d'approfondissement, mais l'analyse met en évidence la nécessité de trouver partout un équilibre entre des actions axées sur le marché pour faciliter l'approfondissement, une surveillance macroprudentielle appropriée pour éviter de créer de nouvelles sources d'instabilité et des interventions soigneusement calibrées des pouvoirs publics. D'après l'expérience de différents pays en matière d'approfondissement du secteur financier, il semblerait que des initiatives ciblées et équilibrées visant à encourager la concurrence, à développer les infrastructures d'information et de marché, à régler les questions touchant aux garanties et à limiter tout interventionnisme excessif et la domination du secteur public peuvent aider à surmonter certains obstacles à l'approfondissement, à l'élargissement et à l'accessibilité des systèmes financiers.

Démarche proposée. En faisant en sorte que, dans les pays à faible revenu, la surveillance financière aille au-delà des questions de solvabilité institutionnelle et de l'efficacité présumée des infrastructures de marché pour englober les diverses dimensions de l'approfondissement du secteur financier, on disposerait d'un contexte plus large pour comprendre ce qui limite l'efficacité de la politique macroéconomique et gérer la volatilité dans ces pays. Le présent document est un premier pas dans cette direction; il met en relief les aspects des systèmes financiers qui doivent être pris en compte dans la formulation des avis de politique macroéconomique. Nous nous inspirons ici des travaux

considérables déjà réalisés par la Banque mondiale dans ce domaine en essayant de les compléter. À l'avenir, des études pilotes pourraient être effectuées pour mieux définir les contours de la valeur ajoutée qu'apporte cette approche de la surveillance et il serait utile de chercher à combler les déficits d'information.

**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, Ritu Basu, Sibabrata Das, Lawrence Dwight, Sarwat Jahan, Nicolas Million, Mwanza Nkusu et Ke Wang (tous SPR), Mary Zephirin, Abdullah Al-Hassan, Arto Kovanen, Obert Nyawata, Maria Oliva, Bozena Radzewicz-Bak et Wilson Varghese (tous MCM), Mauro Mecagni, Mame Diouf, Francois Boutin-Dufresne, Cheikh Gueye, Rogelio Morales, Yibin Mu et Geneviève Verdier (tous AFR), Marc Quintyn et Adolfo Barajas (tous deux INS), Ralph Chami (MCD), Tigran Poghosyan (FAD) et Jack Ree (APD), sous la supervision de David Marston (SPR), Axel Bertuch-Samuels (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.

TABLE DES MATIÈRES

I. INTRODUCTION	5
II. PROBLÉMATIQUE : DÉFIS POSÉS PAR LE MANQUE DE PROFONDEUR DES MARCHÉS FINANCIERS	7
III. FAITS STYLISÉS : SCHÉMAS RÉCENTS D'APPROFONDISSEMENT DU SECTEUR FINANCIER	11
IV. OBSTACLES À L'APPROFONDISSEMENT	19
V. PROMOTION D'UN APPROFONDISSEMENT DURABLE	27
A. Anatomie de l'approfondissement financier : analyse des grandes tendances de l'intermédiation	27
B. Rôle des politiques publiques dans l'approfondissement : leçons tirées des études de cas	30
VI. COMMENT AMÉLIORER LA SURVEILLANCE DU SECTEUR FINANCIER DANS LES PAYS À FAIBLE REVENU	35
Bibliographie	40
GRAPHIQUES	
1. Fréquence des chocs et impact sur le bien-être dans les PFR	7
2. Banques étrangères et réformes du secteur financier dans les PFR	13
3. Approfondissement du système bancaire dans les PFR et les pays émergents, 1996-2009	14
4. Crédit privé, qualité des institutions et intégration financière, 2000-2009	15
5. Marchés financiers et investisseurs institutionnels dans les PFR	17
6. Benchmarking Financial Development in LICs	24
7. Partial Influence Functions of Banking Depth and Growth	25

8. Likelihood of Financial Deepening Episodes, Given Initial Conditions _____ 29

9. Illustrative Framework for Financial Sector Surveillance in LICs _____ 38

ENCADRÉS

1. Frontière des possibilités financières _____ 22

2. Explication des écarts d'efficience et de prêts bancaires : données des banques _____ 26

I. INTRODUCTION

1. Contexte. La crise financière mondiale et la flambée récente des cours des produits de base ont mis en évidence la vulnérabilité des pays à faible revenu (PFR) face à la volatilité des flux de financements extérieurs et aux amples fluctuations des termes de l'échange. L'efficacité de la politique macroéconomique menée en réaction par ces pays dépend dans une large mesure des caractéristiques de leurs systèmes financiers. Ainsi, le manque de profondeur et la diversification insuffisante des systèmes financiers des PFR restreignent les moyens dont disposent les autorités pour amortir ces chocs et peuvent amplifier les facteurs de vulnérabilité macrofinancière, avec des conséquences négatives pour la durabilité de la croissance. En particulier, ces caractéristiques compliquent la diversification des risques, enlèvent aux pouvoirs publics leur souplesse d'action, limitent les moyens pouvant être mis en œuvre pour prendre des contre-mesures et engendrent des interactions malsaines entre macroéconomie et finance. Compte tenu de la fragilité généralisée et du manque relatif de mécanismes pour réagir, ces économies peuvent payer un lourd tribut en termes d'équilibre macroéconomique, de croissance et de réduction de la pauvreté. Ces questions ont toute leur importance dans la conjoncture actuelle, au moment où de fortes menaces pèsent sur l'économie mondiale et où les budgets d'aide sont mis à mal.

2. Approfondissement. L'approfondissement du secteur financier est un processus pluridimensionnel en vertu duquel les établissements et les marchés financiers offrent une gamme croissante de services et d'instruments qui permettent i) l'échange efficace de biens et de services (par exemple des services de paiement); ii) des décisions rationnelles en matière d'épargne et d'investissement, notamment à longues échéances; et iii) la création par le secteur financier d'une large gamme d'actifs afin de répartir les risques (couverture ou diversification). Autrement dit, ce processus peut être considéré comme un moyen d'améliorer l'efficacité, la profondeur (intermédiation du crédit et volume des opérations, par exemple), l'étendue (diversité des marchés et des instruments, par exemple), et l'accessibilité des systèmes financiers (Goyal *et al.*, 2011). En soi, l'approfondissement du secteur financier peut être très avantageux pour la stabilité macroéconomique et la durabilité de la croissance. En même temps, ce processus peut lui-même engendrer de nouveaux risques (liés par exemple à la plus grande interconnectivité, aux problèmes que peuvent causer les innovations financières non réglementées) qu'il est impératif de gérer avec efficacité.

3. Stabilité et développement. Le lien étroit entre la stabilité macrofinancière et le développement du secteur financier étant désormais clairement établi, la communauté internationale s'intéresse de près à toutes ces questions. Une étude récente réalisée conjointement par le CSF, le FMI et la Banque mondiale (2011) pour le G-20 prône l'approfondissement du secteur financier comme moyen de promouvoir la stabilité des pays en développement, avec un renforcement simultané des structures de réglementation et de supervision. La revue triennale de la surveillance de 2011 (FMI, 2011a) et la déclaration de la Directrice générale sur le renforcement de la surveillance (2011b) citent comme priorité une meilleure prise en compte dans la surveillance bilatérale des considérations de stabilité macrofinancière. Les interactions entre l'approfondissement du secteur financier, les politiques macroéconomiques et la stabilité dans les PFR méritent en effet une attention particulière.

4. Lacunes de la surveillance. S'il est généralement admis que l'approfondissement du secteur financier joue un rôle important en favorisant une croissance vigoureuse et durable dans les PFR, l'examen des questions touchant au secteur financier dans la surveillance bilatérale est souvent centré uniquement sur la solidité et la

solvabilité du système bancaire. En règle générale, les liens entre l'approfondissement du secteur financier, l'efficacité des politiques macroéconomiques, la stabilité macroéconomique et la croissance ne reçoivent qu'une attention superficielle. En outre, les données disponibles sur les multiples aspects des systèmes financiers sont souvent incomplètes dans les PFR, ce qui complique singulièrement l'analyse et la surveillance de leurs politiques économiques. La surveillance financière qui a lieu dans le cadre des programmes d'évaluation du secteur financier (PESF) du FMI et de la Banque mondiale permet d'avoir une vision détaillée des structures financières et des besoins particuliers des différents pays en matière de développement, mais la faible fréquence des PESF et la structure évolutive des systèmes financiers des PFR rendent ces programmes moins utiles. En même temps, les travaux considérables réalisés par la Banque mondiale en matière de développement du secteur financier n'ont pas été assez mis à profit pour élaborer diverses options de politique macroéconomique à l'intention des pays concernés. Il est donc tout à fait indiqué de prendre soigneusement en compte les questions touchant à l'approfondissement du secteur financier lors de la formulation des conseils de politique économique dans le cadre de la surveillance bilatérale.

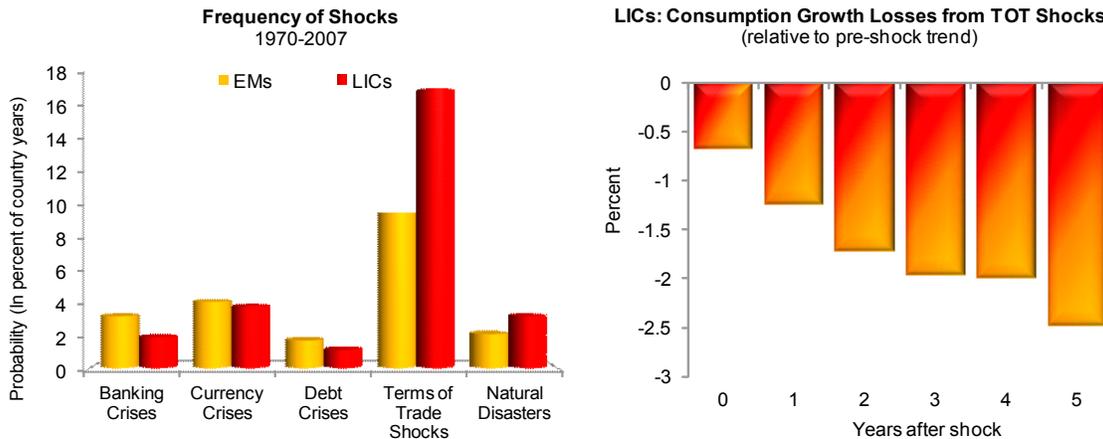
5. Le présent document. Nous nous attachons ici à combler une lacune essentielle du travail du FMI sur les PFR en proposant d'élargir le champ de la surveillance du secteur financier dans ces pays. Nous nous efforçons d'arriver à une meilleure compréhension des mécanismes par lesquels le manque de profondeur et de diversification des systèmes financiers limite l'efficacité de l'action des pouvoirs publics. Cette note met aussi en lumière les défis que pose l'approfondissement du secteur financier dans les PFR, en en tirant les conséquences sur les plans analytique et opérationnel. Les considérations de stabilité financière restent bien sûr centrales, mais en accordant une plus grande attention aux mesures de nature à faciliter l'approfondissement du secteur financier, tout en gérant les risques qui en découlent, les pays peuvent devenir plus résilients et mieux à même de faire face aux chocs, rendre leur action plus efficace et soutenir la croissance. C'est dans cette optique que nous nous efforçons ici de tirer tous les enseignements de l'expérience de certains pays en ce qui concerne l'approfondissement soutenable (intermédiation du crédit, par exemple), l'étendue (gamme de marchés et d'instruments, par exemple) et l'accessibilité (à l'ensemble de la population) des systèmes financiers. Enfin, nous traitons la question du manque d'informations dont pâtit la surveillance en proposant un nouveau portail conjoint du FMI et de la Banque mondiale qui donne accès à des données macrofinancières sur les PFR et rassemble les informations disponibles sur de multiples aspects des systèmes financiers de ces pays. Nos conclusions et analyses s'appuient sur divers documents officiels du FMI, des études originales, des études de cas portant sur un large éventail de pays, des rapports PESF du FMI et de la Banque mondiale, et les données disponibles auprès de ces deux institutions.

6. Structure. Le reste de ce document est organisé de la façon suivante : la section II met en relief les défis que pose le sous-développement des systèmes financiers pour la stabilité macroéconomique; la section III présente des faits stylisés sur l'approfondissement du secteur financier dans les PFR et les pays émergents; la section IV passe en revue les difficultés qui compliquent l'approfondissement du secteur financier dans les PFR, à l'aide de divers outils conceptuels et analytiques; la section V examine comment l'action des pouvoirs publics peut faciliter l'approfondissement durable du secteur financier, en s'appuyant sur l'anatomie de l'intermédiation financière dans plusieurs pays et son évolution dans le temps, ainsi que sur quelques études de cas. Enfin, la section VI donne un aperçu des implications de la surveillance pour le secteur financier des PFR. Deux études de référence renvoient à des notes de synthèse et à des études de cas.

II. PROBLÉMATIQUE : DÉFIS POSÉS PAR LE MANQUE DE PROFONDEUR DES MARCHÉS FINANCIERS

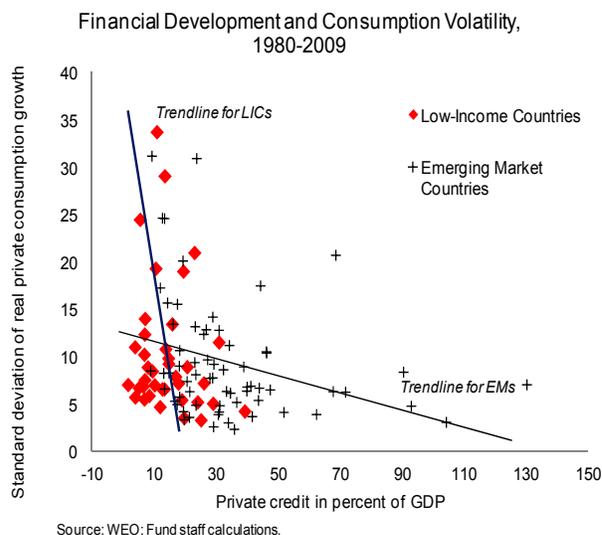
7. **La problématique.** Le sous-développement du secteur financier dans les PFR empêche que les chocs soient suffisamment amortis et risque d'amplifier les facteurs de vulnérabilité macrofinancière engendrés par les chocs externes, ce qui entrave les efforts qui sont déployés pour parvenir à une croissance forte et durable et réduire la pauvreté. Certes, les systèmes financiers matures peuvent se révéler incapables de permettre une juste évaluation des risques et avoir des effets déstabilisateurs, comme vient de le prouver la crise récente, mais les systèmes financiers sous-développés engendrent eux aussi des coûts considérables. Ces coûts sont plus élevés dans les PFR, qui sont particulièrement vulnérables aux amples fluctuations des cours des matières premières, aux variations des financements extérieurs (par exemple l'aide, l'IDE et les envois de fonds des travailleurs expatriés) et aux catastrophes naturelles. Les systèmes financiers sous-développés restreignent la gamme et l'efficacité des instruments à la disposition des pouvoirs publics, empêchent le transfert de risque et peuvent donner naissance à des interactions macrofinancières négatives (Supplément I, Chapitre I). La volatilité de la production, des prix et des finances publiques qui en résulte impose de lourdes pertes en termes de croissance et de bien-être (FMI, 2011c; graphique 1). Or, en drainant un plus gros volume d'épargne vers les investissements productifs, l'approfondissement du secteur financier peut favoriser une croissance soutenue, dont l'absence peut elle-même être source d'instabilité.

Graphique 1. Fréquence des chocs et impact sur le bien-être dans les PFR



Source: Managing Volatility: A Vulnerability Exercise for Low-Income Countries (IMF, 2011a).

8. Gestion de la volatilité. Lorsque le système financier manque de profondeur, les ménages, les entreprises et les pouvoirs publics sont dépourvus des instruments nécessaires pour diversifier les risques, gérer la volatilité de leurs flux de revenus et s'assurer contre les événements imprévus. Inversement, les systèmes financiers profonds peuvent alléger les contraintes de liquidité qui pèsent sur les entreprises et les secteurs économiques, et réduire ainsi la volatilité de l'investissement et de la production. De même, l'accès à diverses formules d'assurance et d'épargne permet aux ménages de mieux lisser leur consommation dans le temps. Sur le plan macroéconomique, les données empiriques offrent toutefois un tableau quelque peu ambigu dans la mesure où l'approfondissement du secteur financier peut favoriser la propagation des chocs financiers, comme on l'a vu avec la crise financière mondiale. De nouvelles analyses accréditent toutefois l'idée que l'approfondissement du système financier peut atténuer la volatilité de la production et de l'activité sectorielle



(consommation et investissement) dans les pays en développement (Supplément I, Chapitre II, graphique du corps du texte). En outre, l'analyse met en évidence un effet en U de l'approfondissement du secteur financier sur la volatilité macroéconomique, celle-ci étant amplifiée à de très hauts niveaux, au-delà de ceux qu'on observe dans la plupart des PFR. Cela indiquerait qu'il existe une marge d'action considérable pour mieux gérer la volatilité en continuant d'approfondir les secteurs financiers des PFR.

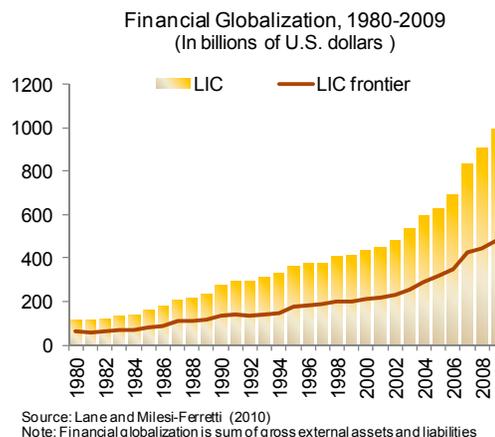
9. Structures et efficacité de l'action publique. Le manque de profondeur du système financier peut restreindre la marge de manœuvre des autorités en ce qui concerne le choix des structures qui sous-tendent la politique macroéconomique (par exemple, le régime de change et le type de politique monétaire) et amoindrir l'efficacité de la politique budgétaire (Supplément I, Chapitre I). De plus, il peut y avoir des interactions dans la mesure où les orientations de la politique économique peuvent elles-mêmes influencer sur l'approfondissement du secteur financier (par exemple, la souplesse du taux de change peut favoriser la création de nouveaux produits et l'acquisition de nouvelles compétences sur les marchés des changes). Fait important, lorsque le système financier est sous-développé, les autorités voient leur marge de manœuvre réduite pour préserver la stabilité macroéconomique et appliquer des contre-mesures en cas de chocs extérieurs.

- *Régime de change.* Un pays choisit son régime de change en fonction de diverses considérations, mais le sous-développement du secteur financier peut limiter ses options. En effet, les pays dont le système financier est sous-développé ont davantage tendance à adopter un régime de change fixe. Bien que, officiellement, les régimes de change aient évolué vers une plus grande flexibilité ces vingt dernières années, les régimes *de facto* des PFR demeurent moins flexibles que ceux des pays émergents. Une flexibilité limitée du taux de change peut entraver

l'ajustement en restreignant la capacité de l'économie de réallouer les ressources en cas de choc extérieur. Cela dit, un taux de change souple peut aussi être source de difficultés en l'absence de marchés financiers profonds, en alimentant la volatilité du taux de change et de la production, avec toutes les conséquences qui en découlent pour la stabilité et la croissance. Ces effets peuvent être particulièrement prononcés pour les économies tributaires des ressources naturelles, qui subissent d'amples fluctuations des termes de l'échange et du taux de change réel.

- *Politique monétaire.* Le stade de développement du secteur financier d'un pays influe à la fois sur le choix des instruments de politique monétaire et sur l'efficacité du mécanisme de transmission de cette politique dans la lutte contre l'inflation. Par exemple, bien que les instruments indirects soient de plus en plus répandus, les PFR ont davantage tendance à recourir aux instruments directs (par exemple le taux d'intérêt et l'encadrement du crédit) que les pays avancés ou les pays émergents. De même, ils ont davantage recours aux réserves obligatoires et aux ratios de liquidité réglementaires plutôt qu'aux instruments fondés sur le marché (par exemple les opérations sur le marché secondaire). L'existence généralisée de liquidités excédentaires dans le système bancaire, qui place toutes les banques en position de vente sur les marchés monétaires, et l'étroitesse des marchés du crédit et des titres publics limitent l'influence des taux directeurs, ce qui affaiblit la transmission de la politique monétaire. En effet, la corrélation entre les variations du taux du marché monétaire et celles des taux directeurs semble être beaucoup plus ténue dans les PFR que dans les autres pays. En outre, si les marchés financiers peu profonds n'empêchent pas l'adoption de certains cadres d'action monétaire tels que le ciblage de l'inflation, ils en compliquent le fonctionnement.
- *Politique budgétaire.* L'existence de marchés financiers profonds et diversifiés assure une plus grande stabilité des sources de financement de l'État et peut créer des conditions favorables à un rééquilibrage des finances publiques. Dans les pays où l'étroitesse du marché de la dette intérieure et la variabilité des dons et des flux de financements extérieurs ne laissent guère de marge de manœuvre aux autorités, la politique budgétaire peut elle-même amplifier l'effet des chocs et alimenter la volatilité. Il s'ensuit une grande irrégularité des investissements publics et une prestation incertaine des services publics de base, qui peuvent se révéler très coûteuses dans l'immédiat et à long terme pour les pays pauvres. De plus, la politique budgétaire est en général plus procyclique dans les pays dont le système financier est sous-développé. Le manque de profondeur du marché financier peut aussi peser sur la politique budgétaire en ce sens qu'il empêche l'application de mesures budgétaires anticycliques. Ainsi, les déficits budgétaires et l'augmentation des emprunts de l'État peuvent accentuer l'effet d'éviction à l'encontre du secteur privé lorsque les marchés financiers sont peu profonds.

10. Absorption des flux de capitaux. Ces vingt dernières années, l'intégration financière internationale des PFR a nettement progressé. En moyenne, la mondialisation financière *de facto* (mesurée par les avoirs et les engagements extérieurs bruts) a été multipliée par six depuis le milieu des années 1980, après que les «marchés pionniers» eurent ouvert la voie (graphique du corps du texte)¹. Si cette intégration peut apporter des avantages considérables en termes de croissance économique et de répartition des risques, et même favoriser le développement du secteur financier et l'approfondissement des marchés de capitaux, la volatilité des entrées de capitaux peut être source de difficultés sur le plan macroéconomique et prudentiel. Il s'avère que le manque de profondeur des marchés bancaires et financiers locaux accentue les risques inhérents à l'afflux de capitaux. Quand les marchés sont peu profonds, l'allocation du capital est moins efficace, ce qui risque de provoquer une succession de périodes d'expansion et de contraction du crédit, de l'investissement et de l'activité économique en général (FMI, 2011d). Par définition, ces marchés sont aussi moins capables d'absorber les entrées de capitaux sans modification des prix des actifs et des taux de change réels (CSF/FMI/Banque mondiale, 2011).



11. Stabilité financière. Les systèmes financiers des PFR sont moins connectés aux autres systèmes que ceux des économies plus matures, ce qui explique en partie pourquoi ils ont bien résisté à la récente crise financière mondiale. Cela dit, lorsque ces marchés n'existent pas ou qu'ils sont peu liquides, les pays sont quand même vulnérables à des chocs qui peuvent être de grande ampleur et à l'instabilité, ce qui complique la gestion des risques (Supplément I, Chapitre I).

- *Risque de change.* Les risques réalisés pour les participants du marché sont plus élevés dans les systèmes financiers sous-développés. Si des marchés à terme de devises existent dans certains PFR, ils restent relativement rares. En l'absence de marchés à terme de devises, d'autres produits dérivés ou de couvertures naturelles, l'exposition directe (par le biais des positions ouvertes nettes) et indirecte (résultant de l'octroi de crédits en devises à des emprunteurs nationaux) des établissements financiers accentue la vulnérabilité au risque de change, en particulier dans les économies dollarisées. Le risque de crédit s'accroît aussi dans la mesure où l'asymétrie entre les actifs et passifs libellés en devises aux bilans des emprunteurs rend ces derniers plus vulnérables aux fluctuations inattendues des taux de change et plus susceptibles d'être dans l'impossibilité de rembourser leurs dettes.

¹ Le terme de «marché pionnier» est utilisé pour désigner un sous-ensemble de pays qui se trouvent au premier stade du développement sur le plan financier, mais qui sont relativement ouverts et accessibles pour les investisseurs étrangers. Aux fins de la présente note, nous incluons dans cette catégorie les pays définis comme tels par Standard and Poor's et dans le rapport sur les perspectives économiques régionales (REO) consacré à l'Afrique subsaharienne (Mozambique, Sénégal, Ouganda, Tanzanie, Bangladesh, Côte d'Ivoire, Ghana, Kenya, Nigéria, Vietnam et Zambie).

- *Gestion des liquidités.* Le manque de profondeur des marchés financiers peut compliquer la gestion des liquidités pour les établissements financiers. Par exemple, l'étroitesse du marché monétaire intérieur rend plus coûteux pour les banques d'ajuster leurs positions de liquidité et de gérer leurs portefeuilles. Cela explique pourquoi les banques des PFR conservent une proportion relativement élevée d'actifs liquides pour faire face à des obligations soudaines et/ou inattendues, ce qui ne fait qu'ajouter à leurs coûts. En outre, les échéances courtes et incertaines des passifs pèsent sur la structure des échéances des actifs; de ce fait, les banques sont moins capables de résister aux chocs et les chocs financiers se transmettent plus facilement à l'ensemble de l'économie.
- *Risques de concentration et allocation des ressources.* L'éventail restreint d'acteurs formels et d'activités économiques qui caractérise les PFR, conjugué aux possibilités limitées de diversification offertes par les marchés peu profonds, fait que les banques concentrent leurs engagements sur un petit nombre de contreparties. Cela amplifie les risques de crédit et de taux d'intérêt et peut mettre à mal la rentabilité et la solvabilité des banques en cas d'évolution défavorable des facteurs extérieurs (par exemple pendant un ralentissement économique ou en cas de défaillance d'un gros client). Historiquement, la concentration des risques de crédit dans leurs portefeuilles de prêts est l'une des principales sources de difficulté que connaissent les banques dans les PFR.

12. Implications. En somme, le sous-développement du secteur financier peut énormément compliquer la tâche des PFR soucieux de parvenir à la stabilité macroéconomique et à une croissance soutenue. Ces pays étant généralement fragiles et quasiment dépourvus de mécanismes de protection, les conséquences peuvent être lourdes en termes de croissance économique et de réduction de la pauvreté. Tous ces éléments militent en faveur de l'élargissement de la surveillance du secteur financier dans les PFR aux interactions entre l'approfondissement du secteur financier et la stabilité macrofinancière.

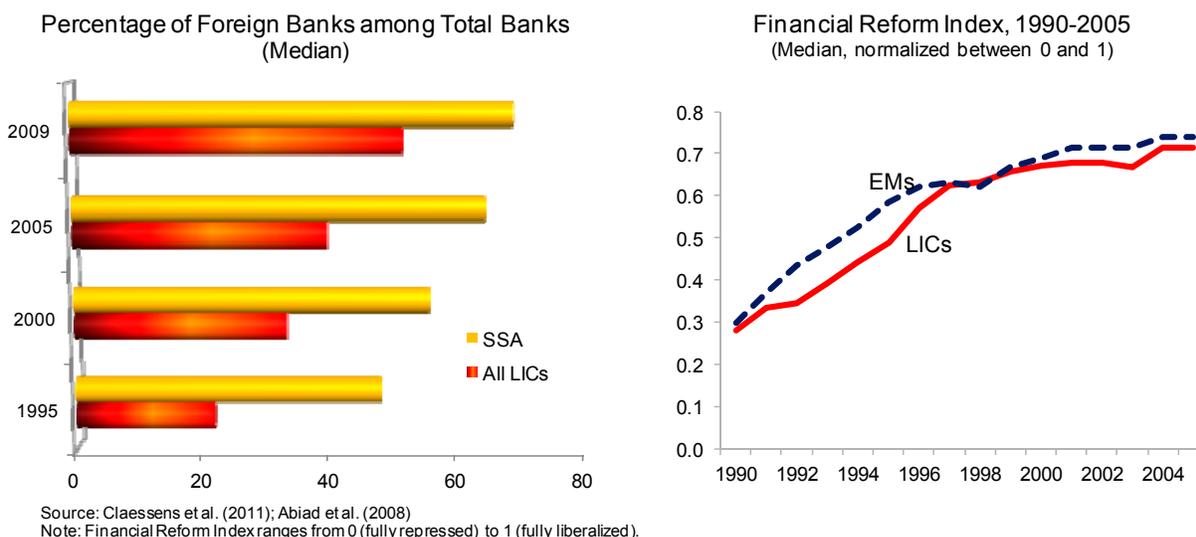
III. FAITS STYLISÉS : SCHÉMAS RÉCENTS D'APPROFONDISSEMENT DU SECTEUR FINANCIER

Quelle évolution ont suivie les systèmes financiers des PFR et où en sont-ils par rapport aux pays émergents et les uns par rapport aux autres? Dans cette section, nous présentons divers schémas d'approfondissement du secteur financier dans des PFR et des pays émergents depuis le milieu des années 1990. En observant les marchés ainsi que les établissements financiers, nous mettons en lumière les modes d'intermédiation des fonds, l'efficacité de leur allocation et leur accessibilité relative.

13. Toile de fond. L'environnement dans lequel fonctionnent les systèmes financiers des PFR a radicalement changé en deux décennies. L'amélioration des politiques et de la gestion économiques, la mise en œuvre de vastes réformes du secteur financier, le tout conjugué à une conjoncture extérieure favorable juste avant la crise mondiale, ainsi que l'abondance de liquidités dans le monde ont favorisé le développement du secteur financier. Dans beaucoup de PFR, les systèmes bancaires ont connu de profonds changements dans leur structure de propriété, annonçant la fin de l'interventionnisme d'État généralisé au profit de systèmes privés, souvent

contrôlés par des banques étrangères. Depuis 1995, la pénétration des banques étrangères a plus que doublé pour le PFR médian et est particulièrement prononcée en Afrique subsaharienne (graphique 2, panneau de gauche). Ce schéma reflète aussi la progression de l'intégration régionale (par exemple l'importance croissante des banques sud-africaines et nigérianes en Afrique subsaharienne, et des banques malaisiennes et singapouriennes au Vietnam et au Cambodge). Au-delà de la privatisation, un grand nombre de PFR ont engagé de vastes réformes du secteur financier depuis les années 90 en supprimant le plafonnement des intérêts et d'autres restrictions, à un rythme comparable à celui des pays émergents (graphique 2, panneau de droite). Le renforcement des structures de réglementation et de supervision a aussi contribué à faire baisser l'incidence des crises bancaires au cours de la première décennie 2000, même si une certaine fragilité persiste par endroits.

Graphique 2. Banques étrangères et réformes du secteur financier dans les PFR



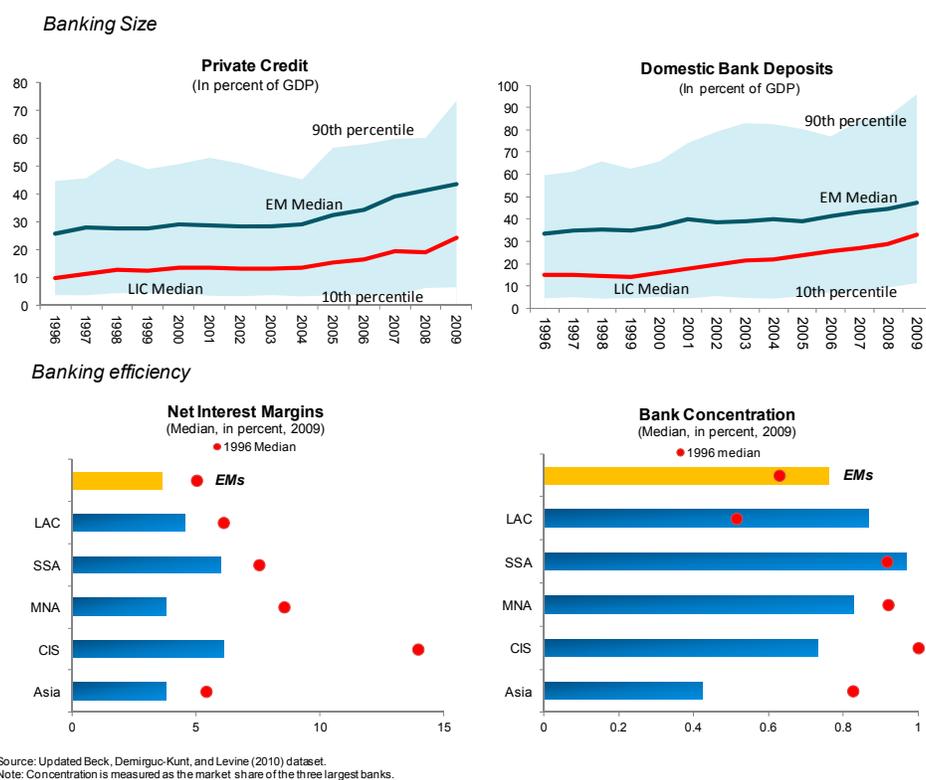
14. Structure financière. Les systèmes financiers des PFR continuent de reposer largement sur les banques. Comme dans de nombreux pays émergents, les banques y sont les principaux intervenants dans la chaîne des paiements, sur les marchés monétaires et sur les marchés des changes, et elles dominent les marchés des titres publics². En outre, dans les PFR, la capitalisation boursière ne représente qu'une faible proportion du crédit privé accordé par le système bancaire, ce qui illustre la prédominance des banques par rapport aux marchés (Supplément I, Chapitre III). Les intermédiaires financiers non bancaires et les établissements de microfinance se développent, mais le système bancaire représente encore plus de 80 % des avoirs du système financier dans le PFR médian.

15. Évolution des systèmes bancaires. D'après les indicateurs de taille et d'efficacité habituels, les systèmes bancaires des PFR sont devenus plus profonds au cours de ces vingt dernières années, même s'il est vrai qu'ils sont partis d'un niveau bas (Supplément I, Chapitre III; graphique 3). Les indicateurs de profondeur révèlent une nette progression tendancielle, encore que les systèmes bancaires des PFR restent de petite taille par rapport à ceux des pays émergents, et même par rapport à la taille de l'économie dont ils font partie. Par exemple, la croissance médiane du crédit au secteur privé dans les PFR a doublé depuis le milieu des années 1990, mais la mobilisation des dépôts a progressé à un rythme encore plus rapide, ce qui fait que les ratios prêts/dépôts ont diminué. De même, les marges financières et les écarts de taux d'intérêt ont aussi baissé dans les

² Pour une large part, l'exposé et les résultats empiriques présentés ici s'articulent autour des indicateurs du secteur bancaire, ce qui traduit à la fois l'état actuel des systèmes financiers des PFR et la nature des données comparables disponibles. Pour ce qui est du rôle des systèmes financiers fondés sur les banques, par opposition aux systèmes fondés sur le marché, dans la stimulation de la croissance, les données empiriques ne permettent pas de tirer des conclusions définitives, mais, selon des informations récentes, il semblerait que la nature des structures financières les plus aptes à promouvoir l'activité économique varie en fonction du stade de développement économique du pays concerné (Demirguc-Kunt *et al.*, 2011)

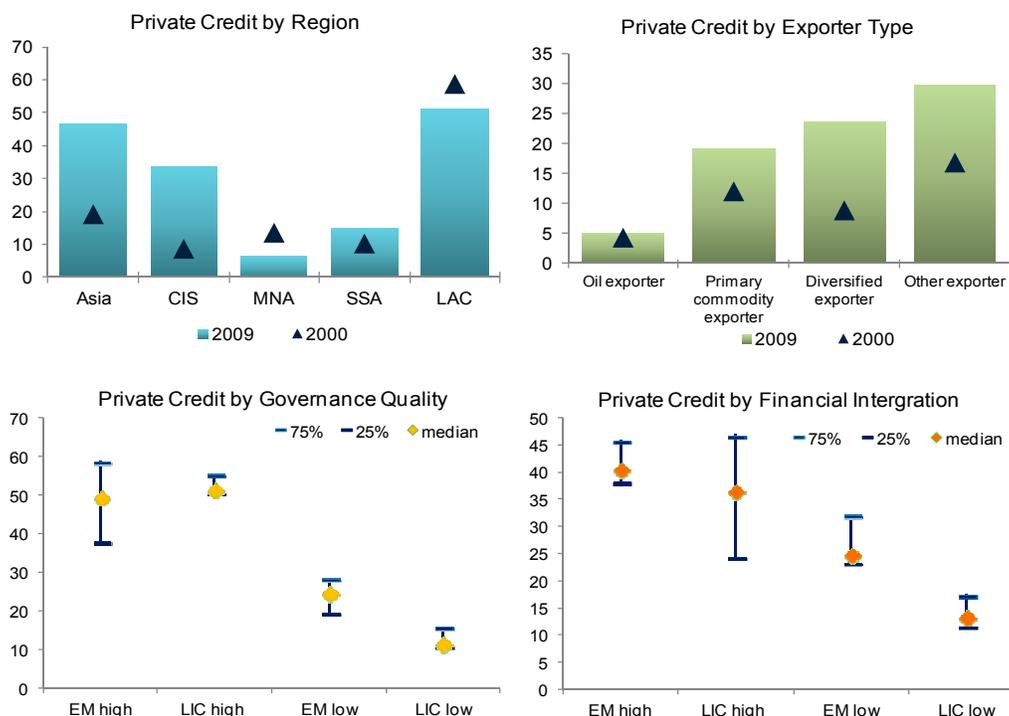
PFR depuis le milieu des années 1990, mais ils restent élevés par rapport aux pays émergents. Les systèmes bancaires des PFR, en particulier en Afrique subsaharienne, en Amérique latine et aux Caraïbes (ALC) et dans la région Moyen-Orient et Afrique du Nord (MOAN), sont en général plus concentrés que dans les pays émergents, ce qui s'explique par leur taille relativement plus restreinte et la moindre diversification des économies dont ils font partie. En outre, ces banques offrent en général davantage de services de paiement et de crédit, et les échéances des dépôts et des prêts sont plutôt courtes.

Graphique 3. Approfondissement du système bancaire dans les PFR et les pays émergents, 1996-2009



16. Hétérogénéité. L'approfondissement du secteur financier dans les PFR suit des schémas très variés, certains d'entre eux atteignant même de meilleurs résultats que le pays émergent médian en matière de profondeur et d'efficacité (graphiques 3 et 4). En revanche, dans certains autres PFR, il n'y a eu pratiquement aucun approfondissement. En outre, les variations d'une région à l'autre sont considérables; ainsi, le PFR médian d'Afrique subsaharienne et de la région MOAN est moins avancé à cet égard par rapport aux autres régions. Les caractéristiques structurelles des économies des PFR (pays exportateurs de produits de base, taille de l'économie, etc.), le degré d'intégration financière et les différences au niveau des structures juridiques et institutionnelles ont une grande influence sur l'approfondissement du système bancaire (graphiques 4). De fait, les valeurs médianes du ratio crédit privé/PIB sont comparables pour les PFR et les pays émergents les plus financièrement intégrés et pour ceux où la gouvernance est de meilleure qualité.

Graphique 4. Crédit privé, qualité des institutions et intégration financière, 2000-2009
(médiane, en pourcentage du GDP)



Source: Fin Stats (2011), Kaufman et al. (2010); Lane and Milesi-Ferreti (2010)
Note: High (low) represents the top 33rd percentile (bottom 66th percentile) of the relevant policy variable using data from 2002-09.

17. Marchés financiers et autres institutions. Comme on peut s'y attendre du fait qu'ils s'appuient essentiellement sur les banques, les marchés financiers et les autres intervenants, même s'ils se développent, restent moins étendus/moins nombreux et moins liquides, et ils offrent une gamme de services plus restreinte par rapport à ceux des pays émergents. Le graphique 5 présente visuellement la taille et la liquidité de ces marchés.

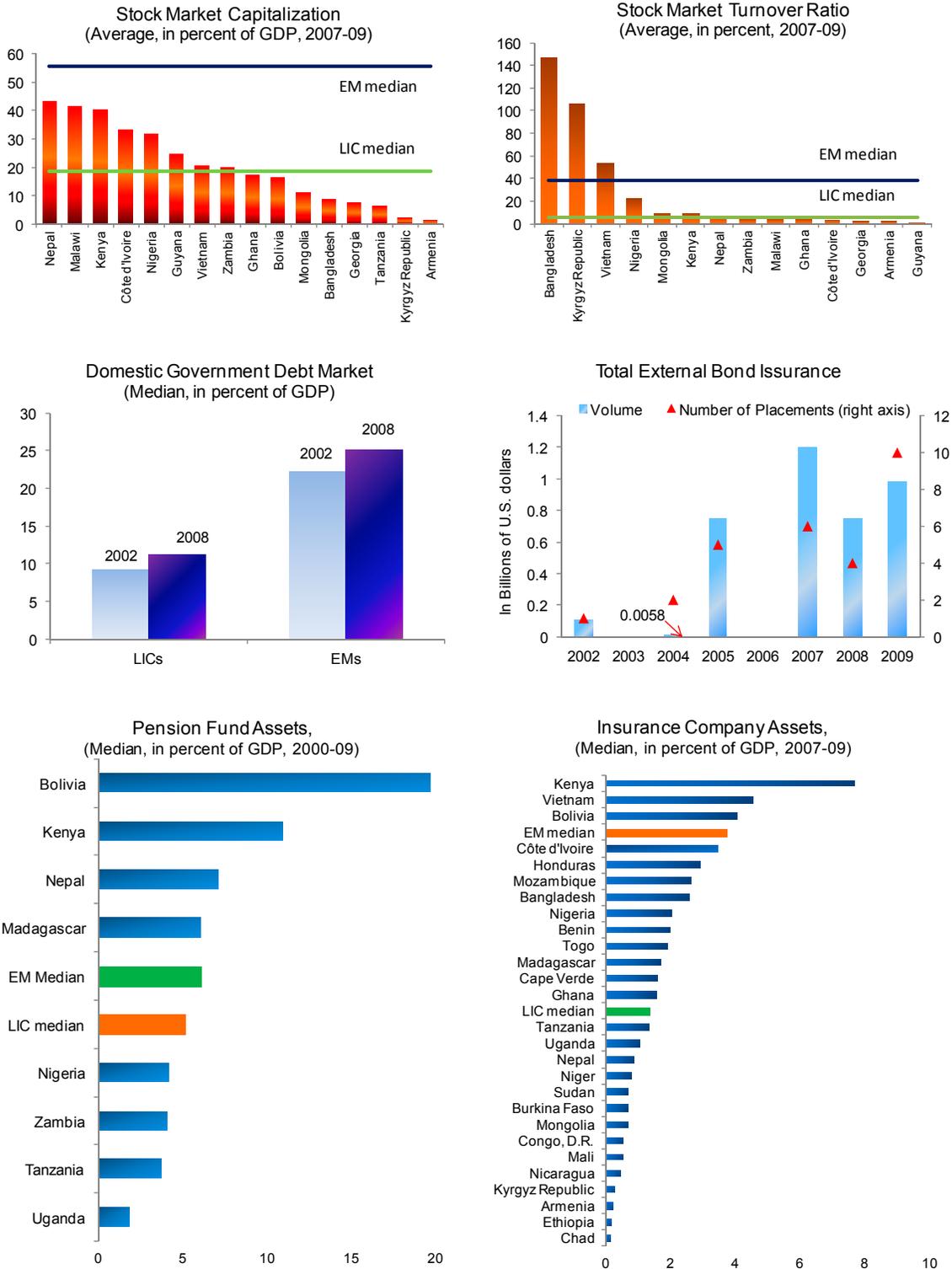
- *Marchés monétaires (et interbancaires).* Les marchés monétaires des PFR sont peu profonds, manquent d'instruments et sont mal structurés (par exemple en termes d'opérations et du petit nombre de participants autres que des banques). Bien qu'il n'existe guère d'indicateurs quantitatifs, il ressort des données connues que les liquidités excédentaires structurelles encouragent les stratégies dites «acheter pour conserver» de la part des banques, certaines banques étant exclues du marché monétaire en raison du risque de contrepartie. En outre, lorsque les seuls instruments disponibles sont des titres publics, la détermination des taux par le marché est limitée, encore que les mises en pension soient de plus en plus courantes.
- *Marchés d'actions.* Pour les seize PFR pour lesquels on dispose de données, le ratio médian capitalisation boursière/PIB a plus que doublé depuis le milieu des années 1990, après que les marchés pionniers eurent ouvert la voie, ce qui traduit aussi de fortes valorisations. La liquidité reste toutefois basse, de sorte que l'accès aux marchés d'actions est limité à un petit nombre d'entreprises, les banques et les établissements financiers non bancaires constituant une forte proportion des cotations. À titre de

comparaison, la capitalisation boursière dans le pays émergent médian était trois fois supérieure à celle des PFR, avec des volumes d'opérations beaucoup plus élevés. En raison de leur manque de profondeur, les marchés d'actions des PFR sont à la merci de mouvements brusques des prix et de perturbations plus prononcées qui peuvent amener à douter de leur bon fonctionnement.

- *Marchés des obligations.* La petite taille et la faible liquidité des marchés d'actions trouvent leur écho du côté des obligations sur les marchés de capitaux. Les marchés obligataires ont certes pris de l'ampleur, mais ils restent essentiellement centrés sur les marchés primaires et presque exclusivement sur les titres publics à court terme, même si les gouvernements des PFR émettent de plus en plus des titres à long terme libellés en monnaie nationale. Les émissions d'obligations souveraines internationales se sont aussi multipliées au cours de la décennie écoulée, mais les émissions d'obligations extérieures privées sont limitées à un petit nombre de pays (dont le Vietnam, la Mongolie et le Bangladesh). Rares sont les PFR qui ont mis en place un marché secondaire des titres publics, ce qui limite le rôle de ces marchés dans la mobilisation de l'épargne intérieure et la diversification des options de financement disponibles aux fins de la politique budgétaire.
- *Investisseurs institutionnels* (assurances, caisses de retraite et fonds communs de placement). En tant que prestataires de services financiers pour l'épargne à long terme et la répartition des risques (qui permettent de se prémunir, par exemple, contre des événements négatifs concernant la santé, la vie, les biens et l'emploi), les assurances et les caisses de retraite peuvent faciliter la croissance des marchés de capitaux. Selon les données dont on dispose pour la période 2007-2009, le ratio des actifs d'assurance est inférieur à 2 % du PIB dans la plupart des PFR. Les actifs d'assurance d'un petit nombre de PFR (par exemple le Kenya, le Vietnam et la Bolivie) dépassent la valeur médiane pour les pays émergents, mais les primes d'assurance en pourcentage du PIB s'élèvent dans le PFR médian à environ un tiers de la valeur de ces primes dans les pays émergents. Comme le secteur de l'assurance, le secteur des retraites dans la plupart des PFR est peu étendu et dominé par des régimes de pension d'État (à l'exception notable du Kenya), dont les portefeuilles sont constitués essentiellement d'instruments à revenu fixe à court terme (par exemple des obligations publiques et des dépôts bancaires), ce qui limite leur rôle comme source de financement à long terme.
- *Marchés des changes.* Les marchés des changes aident à la flexibilité du taux de change et peuvent renforcer la transmission de la politique monétaire. Bien que l'on ne dispose pas d'indicateurs comparables en matière de taille et de liquidité pour tous les PFR, les études de cas laissent à penser que ces marchés sont encore peu profonds et peu liquides (Ferhani *et al.*, 2009). Par exemple, sur les marchés des changes des PFR, le volume des transactions est beaucoup plus faible que dans les pays émergents et moins de 50 % d'entre eux effectuent des opérations à terme comme forme de couverture.

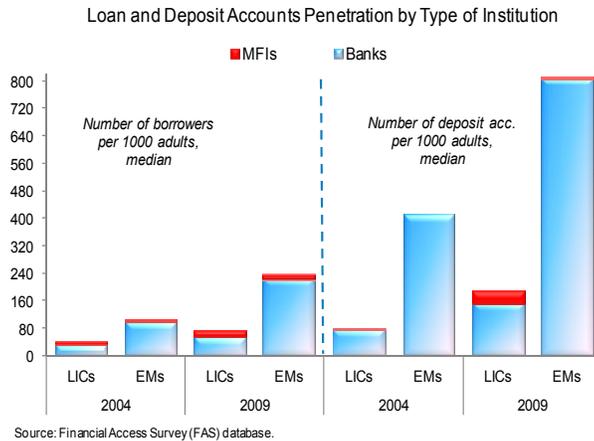
18. Accessibilité. Le manque de profondeur des systèmes financiers des PFR se traduit aussi par un accès plus limité aux services financiers pour les ménages et les entreprises. L'accès aux services financiers formels, bien qu'il se développe, est en général limité à une petite partie de la population (Supplément I, Chapitre III), ce qui a des conséquences négatives pour les agents économiques soucieux de gérer et d'atténuer la volatilité économique. Nous examinons ci-après la question de l'accessibilité à l'aide d'indicateurs de l'utilisation des services financiers et de données sur la demande de services financiers tirées d'enquêtes auprès des ménages et des entreprises.

Graphique 5. Marchés financiers et investisseurs institutionnels dans les PFR



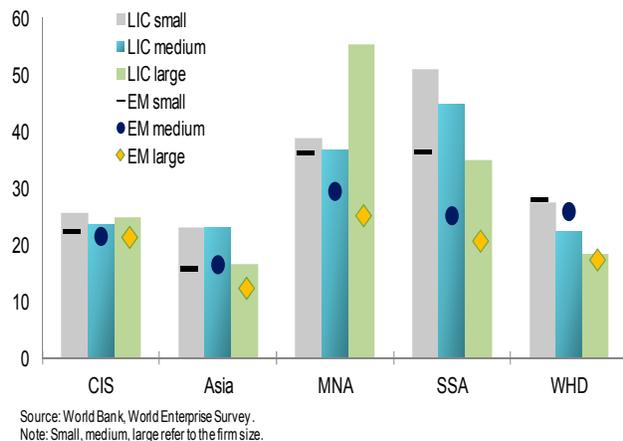
Source: Updated Beck, Demiguc-Kunt, and Levine (2010) dataset, World Bank, Deologic database
 Note: Stock market turnover is the ratio of the value of total shares traded to average real market capitalization.

- Accès des ménages aux services financiers.* On constate une amélioration de l'utilisation des services bancaires par les ménages des PFR, mesurée par le nombre de comptes de dépôts et de de prêts par milliers d'adultes, mais elle reste moins répandue que dans les pays émergents (graphique du corps du texte). En outre, les établissements de microfinance, bien qu'ils se développent rapidement, sont loin de combler le déficit d'utilisation des services bancaires. Même si l'on combine les taux de détention de dépôts dans les banques et dans ces établissements, les PFR ont moins d'un quart des comptes de dépôts et un tiers des comptes de prêts des pays émergents par millier d'habitants. Cette description générale de la faible accessibilité des services bancaires et des établissements de microfinance dans les PFR masque de grandes disparités entre régions et entre pays, les PFR de la région MOAN et d'Afrique subsaharienne étant distancés par les autres régions, surtout en ce qui concerne l'utilisation des services de crédit.



- Accès des entreprises aux services financiers.* L'accès des entreprises aux financements extérieurs, mesuré à l'aide des enquêtes de la Banque mondiale auprès des entreprises, est plus limité dans les PFR que dans les pays émergents. La probabilité que les entreprises des pays émergents déclarent des difficultés d'accès au crédit est environ un tiers seulement de ce qu'elle est dans les PFR, tandis que, toujours par rapport au PFR, elles sont deux fois plus nombreuses à se déclarer bénéficiaires d'un prêt bancaire ou d'une ligne de crédit. Dans la plupart des pays, les grandes entreprises citent moins souvent les contraintes de crédit comme principal obstacle à leur développement et à leur fonctionnement que les petites et moyennes entreprises. En général, ce sont les entreprises des PFR de la région MOAN et d'Afrique subsaharienne qui ont le plus de mal à avoir accès au crédit, et ce quels que soient la taille de l'entreprise (graphique du corps du texte) ou son secteur d'activité. De plus, contrairement à ce qui se passe dans les pays émergents, le crédit bancaire sert surtout à financer les fonds de roulement plutôt que des actifs fixes, ce qui laisse entrevoir l'existence généralisée d'obstacles à l'expansion des entreprises dans les PFR. Enfin, la différence d'utilisation du crédit entre les entreprises de différentes tailles est plus prononcée dans les PFR que dans les autres pays, ce qui amoindrit la contribution de ces entreprises à la croissance (Supplément I, Chapitre III).

LICs and EMs: Share of Firms that Report Access to Credit as a Constraint (By firms' size, average, in percent, 2002-10)



19. Résumé et implications. Les systèmes financiers des PFR se développent et sont de plus en plus ouverts, mais ils restent de petite taille et relativement peu diversifiés; il est donc encore largement possible de poursuivre l'approfondissement pour favoriser la stabilité macroéconomique et la croissance. Compte tenu de la grande hétérogénéité des PFR, l'approfondissement doit se faire dans des domaines différents et selon des approches différenciées selon le pays. Pour certains PFR (par exemple les marchés pionniers), le principal enjeu consiste à améliorer l'efficacité de la politique macroéconomique en approfondissant de façon durable les marchés de capitaux et en encourageant l'investissement à long terme, tout en renforçant la surveillance financière. Dans d'autres PFR, en revanche, le système financier n'a guère gagné en profondeur ou en diversité et en est encore à un stade rudimentaire, d'où la nécessité d'engager une vaste réforme pour contrer les facteurs de vulnérabilité macrofinancière engendrés par cette situation. Dans d'autres PFR encore, il reste essentiel de promouvoir une plus grande ouverture financière pour permettre un meilleur lissage de la consommation dans le temps (en élargissant par exemple l'accès aux services d'épargne et de crédit), voire l'accès à de simples services de paiement, et le financement des PME.

IV. OBSTACLES À L'APPROFONDISSEMENT

Compte tenu des facteurs de vulnérabilité macrofinancière engendrés par le manque de profondeur des systèmes financiers, il est utile de chercher à mieux comprendre ce qui fait obstacle à l'approfondissement du secteur financier dans les PFR. Dans cette section, nous examinons les possibilités plausibles d'approfondissement des secteurs financiers de ces pays, en nous appuyant sur le concept de frontière des possibilités financières et en mettant en évidence les grands domaines dans lesquels les pouvoirs publics peuvent agir pour combler les lacunes de cet approfondissement.

20. Possibilités d'approfondissement. Les possibilités d'approfondissement du secteur financier dans les PFR sont fonction de la facilité avec laquelle les frictions du marché peuvent être atténuées, des choix de politique économique ainsi que des synergies inhérentes au développement des différents segments des systèmes financiers³. Tous ces éléments entrent dans le concept de «frontière des possibilités financières», qui peut être définie comme la limite supérieure de ce qui est réalisable *de façon soutenable* à un moment donné en ce qui concerne la profondeur, l'accessibilité et l'ampleur d'un système financier (voir l'encadré 1, Supplément I, Chapitre IV). Ce concept repose sur l'idée que les systèmes financiers sont tributaires d'un certain nombre de facteurs qui jouent sur les frictions du marché : des facteurs structurels (revenu par habitant, taille, densité de population, concentration économique, par exemple) et des facteurs touchant à l'action des pouvoirs publics et aux institutions (données macroéconomiques fondamentales, efficacité des structures régissant l'exécution des contrats, par exemple), qui facilitent l'approfondissement, ainsi que des influences exogènes (technologie, conflits, par exemple).

³ D'après les différentes études réalisées, les différents segments d'un système financier se développent selon un ordre naturel, le développement du marché de capitaux suivant en général celui du système bancaire. De la Torre *et al.* (2011) constatent que les activités financières qui sont au moins susceptibles de frictions apparaissent et se développent en premier (par exemple la collecte de dépôts dans les banques). Les activités qui sont soumises à des frictions fortes nécessitent davantage de temps. Certaines activités (par exemple les marchés d'obligations et d'actions) sont fortement stimulées par les effets d'échelle et de réseau.

21. Défis pour les PFR. Le concept de frontière des possibilités permet de distinguer les différents défis que posent l'approfondissement et la diversification des systèmes financiers des PFR. Nous énumérons ci-après les principaux défis à prendre en compte en fonction de la position relative d'un pays par rapport à sa frontière propre (voir encadré 1), en nous fondant sur les rapports PESF, les notes d'assistance technique et des études de référence.

- *Des frontières de possibilités relativement basses.* Plusieurs caractéristiques structurelles et institutionnelles font que les systèmes financiers des PFR manquent inévitablement de profondeur; un grand nombre de ces caractéristiques sont largement indépendantes des politiques menées par les autorités nationales à court et à moyen terme. Les coûts fixes de la prestation de services financiers expliquent pourquoi les PFR relativement étendus (par exemple le Vietnam, le Bangladesh, le Nigéria et le Kenya) peuvent avoir un système financier plus diversifié que leurs pairs et pourquoi, par exemple, beaucoup de petites économies insulaires ont des systèmes financiers peu profonds. Du point de vue des infrastructures et de la réglementation en matière de paiement et de règlement, les effets d'échelle (et les effets de réseau) ont tendance à être encore plus prononcés dans le cas des marchés de capitaux, ce qui laisse à penser que les PFR n'auront pas tous la possibilité de développer localement des marchés de capitaux. De même, les bas niveaux de revenu, la prévalence des relations informelles et la faible densité de population accroissent les coûts et les risques pour les établissements financiers, de sorte que de larges segments de la population n'ont pas accès aux services financiers formels. Ainsi, au Rwanda et en Tanzanie, 10 à 15 % seulement de la population ont accès aux services bancaires formels, et la proportion est encore plus faible au Burundi (moins de 2 %). La concentration économique des PFR limite aussi les possibilités de diversification, ce qui freine le développement du marché intérieur. En outre, le manque de solidité des structures juridiques et judiciaires accroît les risques inhérents à la passation de contrats financiers dans plusieurs pays.
- *Les systèmes financiers peuvent se situer en deçà de la frontière des possibilités* (c'est-à-dire en dessous de la limite supérieure envisageable), en raison de la confluence de contraintes du côté de la demande et de l'offre. Ainsi, lorsque l'intermédiation financière subit des contraintes du côté de la demande, cela peut se traduire par une faible mobilisation des dépôts (qui peut s'expliquer, comme au Tadjikistan et en République kirghize, par le manque de confiance du public à l'égard des banques, pour des raisons historiques) ou par un nombre faible de demandes de prêts dû à l'auto-exclusion des clients potentiels (à cause, par exemple, de leur manque de connaissances en matière financière ainsi que des frais élevés et des pièces à produire dans beaucoup de PFR d'Afrique subsaharienne)⁴. Les contraintes du côté de l'offre (par exemple l'environnement macroéconomique, la réglementation) peuvent aussi avoir pour effet de maintenir le système financier en deçà de la frontière des possibilités. Le manque d'informations fiables sur la solvabilité des emprunteurs et la faiblesse des régimes de garantie (étendue, enregistrement, application, par exemple) sont souvent cités comme obstacles à l'octroi de prêts garantis dans plusieurs PFR. De même, l'opacité de l'information financière et les déficiences des pratiques en matière de divulgation financière par les entreprises peuvent faire obstacle au bon fonctionnement des marchés de titres. Toujours du côté de l'offre, les contraintes résultant des restrictions concurrentielles ou réglementaires peuvent aussi empêcher les établissements financiers et les

⁴ Les obstacles à l'exercice d'une activité économique, les distorsions fiscales qui freinent la croissance des entreprises et les subventions en faveur de certains secteurs ou activités sont autant d'exemples de distorsions qui, ajoutées aux frictions du marché du crédit, peuvent entraver l'approfondissement du secteur financier.

intervenants du marché de trouver de nouveaux clients ou de proposer de nouveaux produits et services. Au Nigéria par exemple, les dispositions réglementaires qui favorisent l'émission d'actions au détriment des titres d'emprunt ainsi que les distorsions fiscales ont freiné le développement du marché des obligations de sociétés.

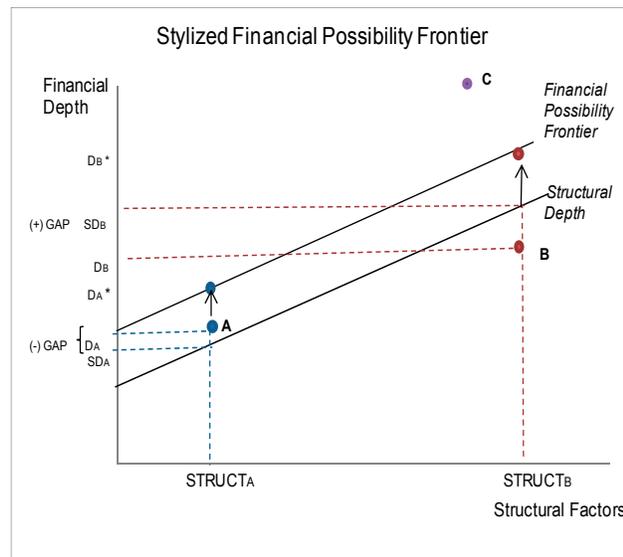
- *Les systèmes financiers peuvent dépasser la frontière des possibilités*, en raison de dispositions incitant les établissements financiers et les participants du marché à prendre des risques excessifs. Si les pouvoirs publics laissent faire, cela peut entraîner une expansion insoutenable du système financier qui dépasse alors les capacités de surveillance du pays, au risque de compromettre la stabilité macrofinancière. Ainsi, un approfondissement rapide du secteur financier peut alimenter un boom du crédit et des prix d'actifs (c'est ce qui s'est passé notamment au Népal et au Vietnam ces dernières années). L'expérience des crises bancaires passées nous apprend que, en général, les booms de crédit et la contraction qui suit se produisent là où les structures de réglementation et de supervision sont mal définies, où les pratiques en matière de comptabilité et de divulgation d'informations laissent à désirer, et où les systèmes d'alerte précoce et de règlement des faillites sont déficients. L'accès aux marchés internationaux et à l'innovation financière peut favoriser l'approfondissement rapide du marché financier, mais il accroît aussi la vulnérabilité aux risques. En outre, la fragilité est souvent liée à des problèmes de gouvernance, qui peuvent être aigus dans les PFR, de sorte qu'un dépassement de la frontière des possibilités financières en ce qui concerne la profondeur du marché peut s'accompagner d'une diminution des capacités de supervision et de la discipline de marché (par exemple, absence de mécanismes de suivi appropriés).

22. Carences sur le plan de l'action publique et des institutions. La position relative d'un pays par rapport à sa propre frontière pour la profondeur structurelle eu égard à un indicateur financier particulier, et par rapport à d'autres pays aux caractéristiques structurelles comparables, peut renvoyer à différentes carences sur le plan de l'action publique et des institutions (encadré 1). Étant donné que les systèmes financiers du monde entier remplissent les mêmes fonctions et connaissent les mêmes frictions, le processus d'approfondissement du système financier devrait rester à peu près le même, du point de vue empirique, quels que soient le pays et le stade de développement, une fois dûment neutralisés les biais éventuels.

Encadré 1. Frontière des possibilités financières¹

La frontière des possibilités financières définit la limite supérieure de ce qui est réalisable *de façon soutenable* à un moment donné en ce qui concerne la profondeur, l'ampleur et l'accessibilité d'un système financier (Supplément I, Chapitre IV). Ce concept repose sur l'idée que l'approfondissement du secteur financier est limité par l'interaction entre deux types de friction sur le marché : les coûts de transaction (par exemple les coûts fixes, qui permettent des économies d'échelle) et les risques, qu'ils soient systémiques (touchant à l'ensemble des activités financières) ou idiosyncratique (par exemple les «frictions d'agence»). Par conséquent, les systèmes financiers des pays sont soumis à un certain nombre de variables «d'état» qui influent sur ces frictions. Ces variables sont notamment les caractéristiques structurelles (par exemple, niveau de revenu, taille et densité de la population, pyramide des âges, taux de dépendance) qui ajoutent aux coûts inhérents à l'intermédiation, aux activités de marché et à la gestion des risques, et limitent donc le potentiel d'approfondissement. Un autre groupe de variables est celui des facteurs touchant à l'action des pouvoirs publics, qui déterminent l'environnement dans lequel l'approfondissement pourra se dérouler ou, au contraire, stagner (stabilité macroéconomique, cadre institutionnel et contractuel qui sous-tend l'activité financière). Un troisième groupe de variables d'état est celui des facteurs exogènes, tels que la technologie disponible et les conditions sociopolitiques (par exemple, conflits).

Un exemple stylisé permet d'illustrer ces concepts (voir graphique). Prenons un PFR (pays A) dont la population est peu nombreuse et dispersée ($STRUCT_A$). Le secteur financier de ce pays sera forcément peu profond (profondeur mesurée par le ratio dépôts bancaires/PIB). De fait, les données historiques révèlent que, en moyenne, dans les pays dont les caractéristiques structurelles sont semblables à celles du pays A, la profondeur du secteur financier tend à être égale à SD_A . En revanche, dans le pays B, plus riche et dont la population est plus nombreuse et plus urbaine ($STRUCT_B$), le secteur financier sera vraisemblablement plus profond (SD_B). La ligne de la profondeur structurelle représente donc le niveau de profondeur qu'on peut attendre compte tenu des caractéristiques structurelles particulières d'un pays. Un pays peut-il dépasser le niveau attendu de profondeur structurelle? Il le peut, en améliorant ses politiques macroéconomiques et financières, et en créant ainsi des conditions propices à l'approfondissement du secteur financier. Ainsi, le pays A, en améliorant la stabilité macroéconomique et en renforçant la concurrence dans le secteur bancaire, arrive au niveau effectif D_A de profondeur, qui est supérieur au niveau attendu (SD_A). Inversement, bien que, dans l'absolu, le niveau de profondeur (D_B) du pays B soit nettement supérieur à celui du pays A, il est en fait inférieur à celui des pays pairs qui possèdent les mêmes caractéristiques structurelles ($D_B < SD_B$), ce qui révèle l'existence d'une marge d'amélioration du côté de l'action des pouvoirs publics.



Jusqu'à où un pays peut-il (et doit-il) aller pour favoriser l'approfondissement de son secteur financier? Si les deux pays continuent d'améliorer leurs politiques, ils atteindront leurs frontières de possibilités respectives, à savoir DA^* et DB^* . Cela dit, l'application de certaines politiques peut conduire à un niveau de profondeur apparent qui dépasse la frontière (par exemple lors des cycles expansion/contraction du crédit). C'est la raison pour laquelle la frontière des possibilités financières définit le niveau de profondeur maximale que peut atteindre un pays *de façon soutenable* à un moment donné. Par exemple, le pays C peut dépasser temporairement sa frontière de possibilités, mais cette expansion ne sera pas tenable à long terme.

La frontière des possibilités financières peut se déplacer au fil du temps. Par exemple, le progrès technologique (opérations bancaires par téléphone portable, par exemple) peut permettre le développement des activités financières dans le pays. De même, la mise en place d'institutions, la modernisation des structures juridiques et contractuelles (définition des droits de propriété foncière, par exemple) et l'amélioration des structures d'information (centrale des risques, par exemple) peuvent relever la frontière, encore que les améliorations de ce type mettent en général du temps à porter leurs fruits.

¹ Préparé par Thorsten Beck et Adolfo Barajas.

L'établissement de critères statistiques, en neutralisant les facteurs structurels indépendants des politiques menées (au moins à court terme), comme ceux qu'a élaborés la Banque mondiale, peut donner une idée approximative du concept de frontière des possibilités financières décrit à l'encadré 1 (Supplément I, Chapitre IV)⁵. Les écarts entre les valeurs effectives et les critères estimatifs peuvent ensuite servir à identifier systématiquement les carences. Par exemple, un indicateur financier inférieur au critère structurel peut mettre en lumière les carences éventuelles sur le plan de l'action publique et des institutions du pays et aider à déterminer les facteurs qui en sont à l'origine.

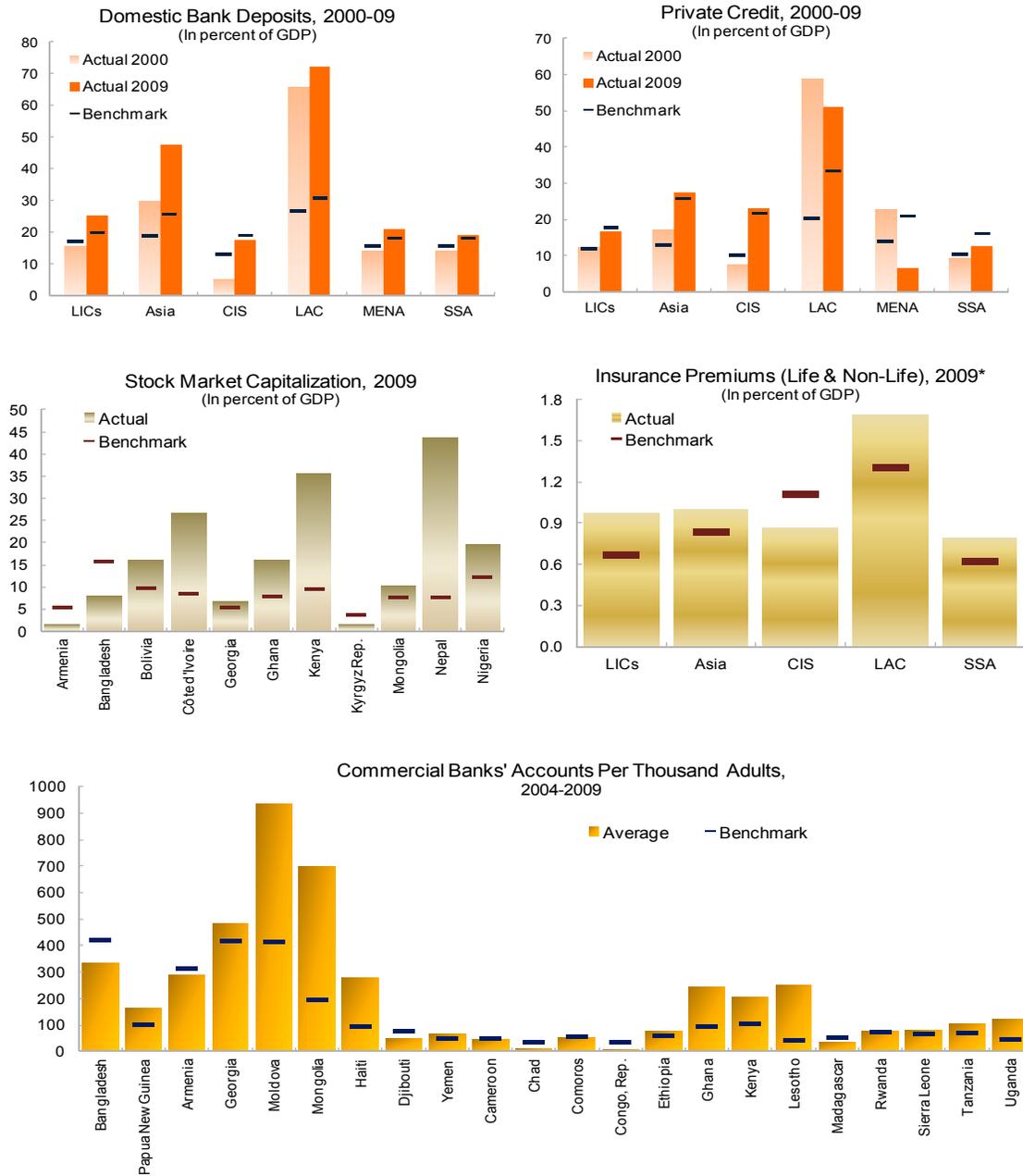
23. Observations concrètes. L'application de critères statistiques aux PFR confirme que leurs frontières structurelles (et, partant, les frontières de possibilités financières) sont basses pour toute une série d'indicateurs financiers (Supplément I, Chapitre V). Cependant, le PFR médian a connu ces dix dernières années un approfondissement plus marqué que ce qu'on aurait pu attendre compte tenu de ses caractéristique structurelles fondamentales (graphique 6), même si les résultats varient largement selon la région, le pays et l'indicateur financier concerné (Supplément I, Chapitre V). Par exemple, le PFR médian d'Asie et d'Amérique latine/Caraïbes dépasse ces critères pour les dépôts et le ratio crédit privé/PIB. En revanche, pour ces deux indicateurs, le PFR médian d'Afrique subsaharienne et de la Communauté des États indépendants a des résultats inférieurs aux niveaux qu'on pourrait attendre dans des pays possédant ces caractéristiques structurelles. De telles différences apparaissent aussi pour d'autres indicateurs du système financier, relatifs à la taille, à la liquidité et à l'accessibilité.

24. Explication des écarts. Quels facteurs expliquent pourquoi les PFR présentent des résultats médiocres concernant leurs repères structurels tandis que d'autres sont parvenus à combler les écarts au fil du temps? Une nouvelle étude empirique en examine les éventuelles raisons et analyse les répercussions potentielles des écarts des systèmes bancaires (taille et efficience) et des marchés boursiers entre les pays (supplément I, chapitre V).

- Un environnement macroéconomique stable (représenté par un bas niveau d'inflation) est associé à de faibles écarts du crédit bancaire au secteur privé et des marges de taux d'intérêt plus étroites, ainsi qu'à une plus grande réussite dans la réduction des écarts, avec le temps.
- Une réforme financière saine – élimination des mesures coûteuses d'administration du crédit et des taux d'intérêt, facilitant l'entrée de nouveaux établissements bancaires locaux et étrangers, ce qui favorise les flux de capitaux internationaux par le renforcement de la réglementation prudentielle et l'adoption de mesures propices au développement du marché boursier – est associée à de faibles écarts de crédit. Par ailleurs, en détériorant davantage les bilans des banques et des emprunteurs, les crises financières peuvent avoir des effets négatifs persistants sur la profondeur du système bancaire, ce qui souligne l'importance de politiques macroéconomiques saines et de la supervision prudentielle.
- La mauvaise gouvernance et les carences dans les multiples aspects (institutionnels,

⁵ Ces critères sont les valeurs prédites par une analyse de régression par quintile de la Banque mondiale, qui tient compte du développement économique, des variables démographiques et d'autres caractéristiques propres au pays qui influent sur l'approfondissement du secteur financier (FinStats, 2011). Le modèle de régression n'inclut pas les facteurs liés directement à la politique financière (voir Supplément I, Chapitre IV).

Graphique 6. Paramètres du développement financier dans les PFR



Source: World Bank FinStats (2011) dataset.

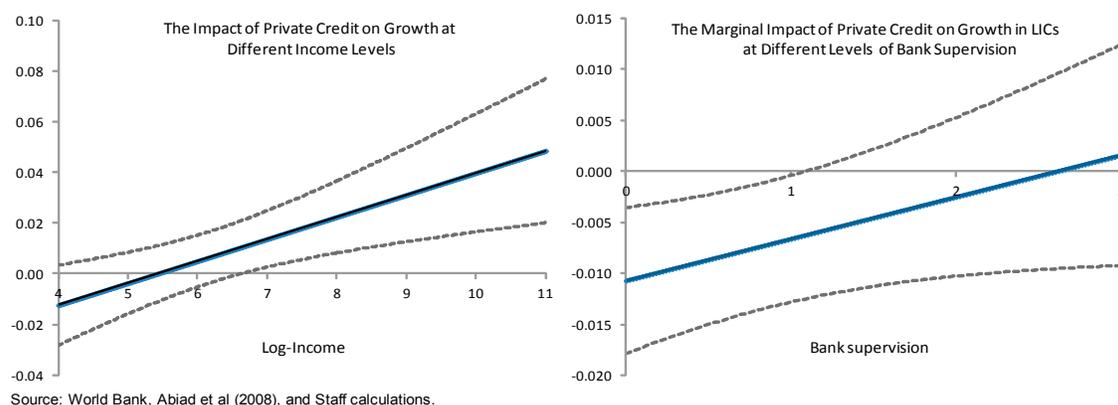
informationnels et contractuels) d'un environnement propice sont responsables, ne serait-ce qu'en partie, des écarts cumulés du système bancaire et du marché de valeurs mobilières observés dans les pays. L'analyse empirique indique que la vigueur des dispositifs réglementaire et prudentiel peut jouer un rôle essentiel dans le comblement de l'écart bancaire en stimulant la prise de décisions avisées par les banques et les autres participants au marché, et en prévenant les crises. C'est ce que confirment les conclusions empiriques

dégagées à partir des données recueillies auprès des banques pour les PFR et le PE (Encadré 2, supplément I, compte 5-6). Ceci souligne également l'importance d'un environnement propice pour la stimuler l'intermédiation.

- L'analyse met aussi en lumière l'influence déterminante de la structure de propriété et du marché sur les écarts de l'intermédiation (crédit bancaire et écarts de taux d'intérêt), montrant qu'une concurrence bancaire accrue, une présence faible et sans ingérence de l'État, ainsi que la facilité d'entrée de nouveaux établissements bancaires au marché vont de pair avec des écarts réduits et une plus forte réduction de ces écarts au fil du temps. Ceci est conforme à l'analyse des données collectées auprès des banques, qui indique que le manque de concurrence reste un obstacle majeur à la baisse des coûts d'intermédiation dans les PFR (Enc. 2; sup. I, chapitre 5-6).

25. Obstacles à une croissance soutenue. Les obstacles à l'approfondissement financier dans les PFR ont non seulement un impact direct sur la stabilité macrofinancière, mais ont aussi pour effet de freiner les retombées de la croissance qui découleraient de cet approfondissement. L'analyse empirique signale l'existence d'effets de seuils (non-linéarités) dans le noyau de la croissance du secteur financier (supplément I, chapitre VIII). En particulier, le lien entre la profondeur du système financier et la croissance s'affermi à mesure que le niveau de revenu augmente, indiquant que les PFR (exportateurs de produits de base en particulier) ont tendance à recueillir moins de retombées de la croissance, vu leurs niveaux de profondeur actuels, que les pays à revenu plus élevés (graph. 7, panneau de gauche). Il ressort en outre de l'analyse que les faibles retombées de la croissance dans les PFR peuvent être compensées par des mesures afférentes au secteur financier (renforcement de la réglementation et de la supervision financières par exemple; voir graphique 7, panneau de droite), notamment en corrigeant les facteurs qui freinent l'approfondissement du secteur financier. Ceci permet de conclure que pour que l'approfondissement financier reste la composante clé d'une stratégie de promotion de la croissance, il faut privilégier la *qualité* de l'intermédiation financière et l'efficacité de l'affectation des ressources financières à des fins productives.

Graphique 7. Fonctions d'influence partielle de la profondeur et du développement bancaire
(95 % d'intervalles de confiance)



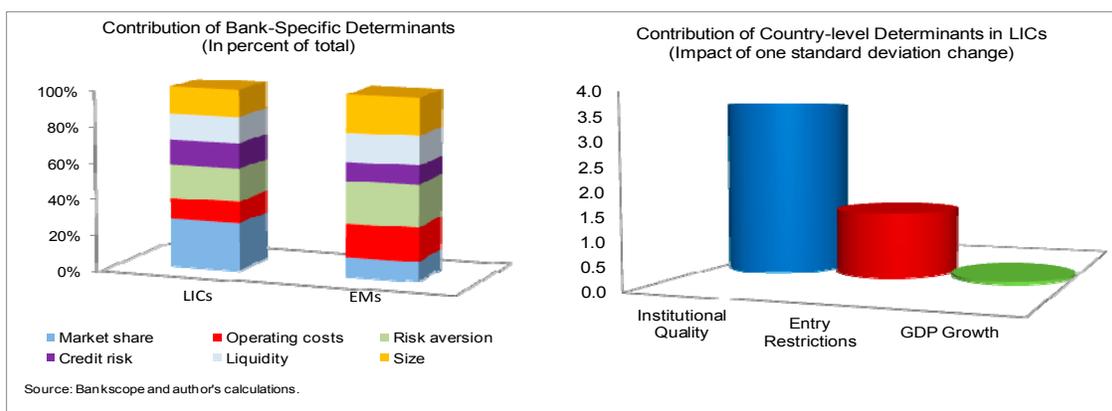
Encadré 2. Explication des écarts d'efficacité et de prêts bancaires : données des banques

Malgré des efforts non négligeables de privatisation et de libéralisation, ainsi qu'une surliquidité générale, les banques de nombreux PFR prêtent moins que dans les autres pays et, au regard des paramètres pertinents, préfèrent placer la majeure partie de leurs actifs en titres publics et en créances étrangères. Elles prêtent non seulement moins mais prélèvent aussi des frais plus importants.

La microstructure de propriété et du marché peut avoir de lourdes conséquences sur la performance du système bancaire. On estime en général que l'entrée de banques étrangères peut – par le transfert de technologie et les bonnes pratiques de gestion – aider à abaisser les coûts et induire des gains d'efficacité opérationnelle et, partant, améliorer le fonctionnement des systèmes bancaires nationaux. Mais la pénétration accrue de banques étrangères dans les PFR n'a pas systématiquement abaissé les marges de taux d'intérêt ni amélioré les prestations bancaires. Les preuves indiquent qu'en moyenne, les banques étrangères opérant dans les PFR, détiennent une part importante du marché des dépôts mais déploient une faible proportion de leurs avoirs en prêts comparées aux banques locales, ce qui révèle des positions défavorables en termes d'information et de localisation, ainsi qu'une réticence à l'égard des activités hors prêts à haut rendement (placement sur titres et activités de courtage). La position dominante de banques publiques dans certains PFR et le nombre réduit d'intermédiaires non bancaires servent aussi à limiter la pression de la concurrence permettant ainsi aux banques tant locales qu'étrangères, de bénéficier de situations de rente. En définitive, la faible concurrence freine la baisse des coûts d'intermédiation et maintient les prêts bancaires à un bas niveau.

Les indicateurs de bilan et de performance des banques des PFR et des PE font apparaître différents déterminants des coûts d'intermédiation et des prêts sur deux groupes de pays (supplément I, chapitre 6-7).

- La décomposition des marges de taux d'intérêt en composantes fondées sur les données des banques indique que les coûts d'exploitations moyens des banques des PFR ne sont que légèrement supérieures à ceux des PE (supplément I, chapitre VI), bien que études portant sur des pays subsahariens révèlent que les coûts d'exploitation élevés sont un déterminant clé. La part élevée des provisions pour pertes sur prêts des banques des PFR par rapport aux PE est révélatrice de l'environnement plus risqué dans lequel les banques des PFR opèrent. Le plus frappant est que le niveau plus élevé de profit explique l'essentiel des écarts de marge entre les banques des PFR et des PE, dénotant leur position de force sur le marché.
- L'analyse par régression des déterminants des variations des marges d'intérêt net entre établissements bancaires à partir des données spécifiques des banques et des pays indique les part de marché importantes et les risque (de crédit et la faible capitalisation des banques) comme deux des principaux facteurs dans les PFR par rapport aux PE (graphique, panneau. de gauche, suppl. I, chapitre VI). L'efficacité du cadre contractuel – mesuré par un indicateur agrégé de la qualité des institutions – explique en grande partie les variations des marges de taux d'intérêt entre banques dans les PFR (graphique, pan. de droite), soulignant l'importance d'un contexte porteur pour la réduction des coûts d'intermédiation.



- L'analyse empirique montre aussi que la faible part du total des actifs des banques affectée aux prêts dans les PFR peut s'expliquer par l'insuffisance d'échelle (taille) et la faible qualité du portefeuille de prêts, ce qui souligne la gravité de l'aléa moral et des problèmes de choix peu judicieux des banques, autant de facteurs qui sont toutefois atténués par la meilleure qualité des institutions dans un pays donné (supplément I, chapitre VII).

V. PROMOTION D'UN APPROFONDISSEMENT DURABLE

Quels enseignements tirer des multiples expériences nationales observées, des succès et des échecs de l'approfondissement du secteur financier? Quelles mesures de politique ont été prises pour permettre cet approfondissement tout en gérant les risques y afférents? Dans ce chapitre, deux méthodes sont appliquées pour tirer les leçons des politiques mises en œuvre. La première a trait à l'anatomie de l'intermédiation financière dans les pays et à travers le temps, pour en étudier les déterminants. La deuxième s'inspire d'un grand nombre d'études de cas nationaux pour tirer les enseignements de cas spécifiques de réformes.

A. Anatomie de l'approfondissement financier : analyse des grandes tendances de l'intermédiation

26. Anatomie. Un examen des tendances à long terme de l'approfondissement du secteur financier peut mettre en lumière les grandes caractéristiques et les principaux déterminants dans les différents pays, et leurs variations en fonction des niveaux de revenu. Le suivi de l'intermédiation du crédit présente un intérêt particulier en raison des effets économiques néfastes qui suivent souvent les épisodes durant lesquels le crédit au secteur privé monte en flèche (fortes expansions du crédit par exemple). Si les déclencheurs et les caractéristiques des cycles d'expansion-contraction du crédit sont bien expliqués dans la littérature, il importe de distinguer ces épisodes et leurs aspects bénéfiques pour l'approfondissement du système bancaire, compte tenu des bas niveaux actuels de l'intermédiation dans de nombreux PFR et les avantages en terme de stabilité macroéconomique qui peuvent en découler pour la poursuite du processus d'approfondissement. Ces questions sont étudiées à partir d'une analyse approfondie de l'évolution du ratio crédit/PIB d'un échantillon de 105 pays de la tranche supérieure des pays à revenu intermédiaire et de pays à faible revenu sur la période 1960-2009 (supplément I, chapitre IV). L'analyse révèle trois schémas distincts :

- Phases de stagnation caractérisées par de longues périodes d'immobilisme de l'approfondissement.
- Phases d'accélération soutenue, où l'expansion du crédit au secteur privé augmente une année donnée puis se maintient pendant dix ans ou plus.
- Phases d'accélération rapide mais de courte durée, où l'expansion du crédit au secteur privé est interrompue pendant plusieurs années (en général moins de 10 ans). Ce coup d'arrêt peut prendre la forme d'un «atterrissage en douceur» (décélération des taux de croissance jusqu'à un retour aux niveaux d'avant l'expansion) ou «atterrissage brutal» (crise financière).

27. Fréquence. En utilisant le critère décrit dans le supplément I (chapitre IV) et exprimé en pourcentage des années d'observation, les périodes de stagnation représentent le tiers environ du total de l'échantillon; les phases d'accélération brève environ 20 % et les phases d'accélération prolongée (accélération durables) 17 % environ du total des épisodes. Pour étudier la fréquence des différents épisodes sur toutes les tranches de revenu, les pays sont classés selon leur niveau de revenu au début d'un épisode donné, ce qui permet les changements de catégorie au fil du temps. Les pays à haut revenu et les pays à revenu intermédiaire (PHR et PRI) présentent une distribution similaire des trois types d'épisodes.

Par contre, les PFR se caractérisent par plus de phases de stagnation et d'accélération brèves, et beaucoup moins de phases d'accélération prolongée. Les régions MENA et AfSS ont connu le plus petit nombre d'épisodes d'expansion soutenue.

28. Données synthétiques. Les pays dont le système financier est relativement développé aujourd'hui ont connu un ou plusieurs épisodes d'approfondissement soutenu de leur secteur financier avant d'en arriver au stade actuel. Les facteurs endogènes sous-jacents et les facteurs de vulnérabilité inhérents à chacun de ces épisodes font ressortir les faisceaux pertinents (graphique 8).

- *Conditions initiales* (graphique 8, panneau inférieur gauche)⁶. La stabilité macroéconomique, représentée par un bas niveau d'inflation et une croissance économique forte favorisent les phases de décollage du secteur financier. C'est qui ressort plus particulièrement de l'expérience des pays classés aujourd'hui parmi les pays à revenu intermédiaire. En outre, les épisodes courts ou longs d'approfondissement répondent à des efforts de libéralisation financière mais pas dans tous les cas. Toutes tranches de revenu confondues, l'amélioration de la supervision bancaire a été une force motrice de l'approfondissement durable (non illustré dans le graphique). L'analyse indique toutefois que les richesses naturelles ne stimulent pas durablement l'approfondissement.
- *Durée*. Les accélérations de courte durée semblent apparaître dans divers environnements tandis que celles de longue durée se produisent davantage lorsque le cadre institutionnel est robuste. En outre, les phases de stagnation sont répandues dans toutes les catégories de pays et semblent se produire pour plusieurs raisons, notamment l'absence de conditions initiales propices au décollage et le fait qu'elles aient parfois été précédées de périodes d'accélération prolongées (c'est-à-dire que les systèmes financiers ne peuvent connaître une croissance sans fin).
- *Conditions finales*. Les accélérations de courte durée aboutissent souvent à des crises, ce qui corrobore les conclusions des études réalisées sur les phases de forte expansion du crédit). Les phases de croissance durable ont deux fois moins de chances de déboucher sur une crise bancaire, monétaire ou de la dette que les phases de croissance courte, les cas d'atterrissage brutal étant deux fois plus élevés dans les PRI que dans les autres (graphique 8, panneau de gauche). Les phases d'accélération finissant par une crise financière ont plus de chances de se produire dans les pays dont le cadre macroéconomique est instable, c'est-à-dire ceux où durant les cinq années qui ont précédé l'accélération, l'inflation et les taux d'intérêt réels ont été élevés par rapport aux autres pays. Il importe de noter qu'une libéralisation financière rapide et générale s'accompagne d'une plus grande probabilité de crise en fin de parcours. Les retombées positives des phases d'approfondissement du secteur financier peuvent aussi s'inverser. Un certain nombre de pays qui ont connu des phases d'approfondissement durables ont ensuite traversé une période de régression, le plus souvent en raison de guerres, de conflits politiques ou de crises financières.

29. Considérations politiques. Quelques leçons de politique générale peuvent être tirées de l'analyse. La stabilité macroéconomique est tout d'abord un facteur important d'approfondissement durable, ce qui est conforme aux constats de l'analyse des écarts figurant à la section précédente. En second lieu, s'il existe un lien étroit entre la libéralisation financière et les accélérations financières, la

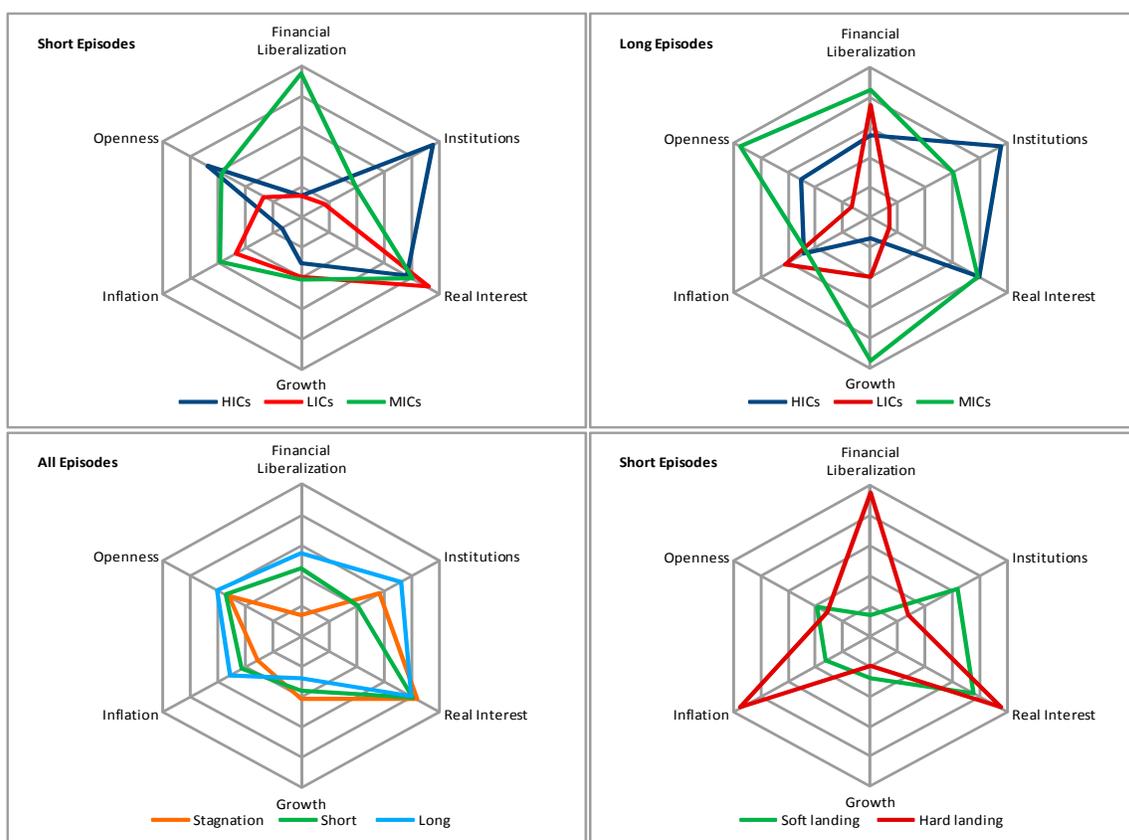
⁶ Les conditions initiales sont celles des 4 à 5 ans qui précèdent le début de l'épisode.

libéralisation donne plus souvent lieu à des périodes d’approfondissement durable lorsque le cadre institutionnel est robuste. Enfin, l’approfondissement est lié à l’incidence des crises, les phases de libéralisation rapide, mal supervisées s’accompagnant de risques de crise accrus. Si une expansion excessive du crédit peut précipiter une crise, même lorsque la profondeur financière est grande, comme le montre la crise mondiale, une forte incidence d’accélération courtes aboutit à des crises dans les PRI, dénotant la prise excessive de risques et le décalage des capacités de régulation et de supervision. En effet, la probabilité d’une accélération de longue durée s’accroît à la suite de la libéralisation financière, pour autant que celle-ci s’accompagne d’améliorations de la supervision. Ceci souligne l’importance du renforcement concomitant du cadre réglementaire et prudentiel pour contenir les risques découlant du processus d’approfondissement.

**Graphique 8. Probabilité des épisodes d’approfondissement financier
partir des conditions initiales ^{1/}**

à

(Les conditions initiales sont celles des 4 à 5 ans qui précèdent le début d’un épisode)



^{1/} The variables along the axes are all rescaled in order to get consistent scales and interpretation across the variables. To arrive at this, the lowest and the highest observed value for each of the variables serves at the lower and upper bound of the scaled representation which is between 0.24 and 0.95. Source: World Development Indicators (WDI), Polity IV dataset (Marshall and openness, 2008), Abiad et al. (2008), and staff calculations.

B. Rôle des politiques publiques dans l'approfondissement : leçons tirées des études de cas

30. Champ et contexte. La politique générale joue un rôle crucial dans l'approfondissement du secteur financier. Plusieurs obstacles à cet approfondissement observés dans les PFR (voir chapitre III) ont prévalu ou persistent dans d'autres pays à des degrés divers. Cette section s'inspire du large éventail d'études de cas réalisées sur un grand nombre de pays pour cerner le rôle de la politique générale dans l'approfondissement du secteur financier. Les cas retenus tirent les enseignements des politiques mises en œuvre dans les pays en matière d'approfondissement (intermédiation du crédit), d'élargissement (gamme des marchés et instruments financiers) et de portée des systèmes financiers (inclusion par exemple) tout en mettant en lumière les mesures prises pour maîtriser les risques connexes. Dans bien des cas exposés ci-après, les politiques publiques ont joué un rôle de complément plutôt que de substitution à l'action des acteurs/marchés privés. Ces mesures peuvent s'articuler de la manière suivante : i) politiques visant à assurer un environnement macroéconomique stable; ii) réformes institutionnelles et infrastructurelles créant un environnement propice aux marchés et à l'initiative privés; iii) politiques de régulation et de supervision destinées à corriger les inefficiences et les risques créés par les marchés et les opérateurs de marché.

31. Réserves. Il convient d'émettre plusieurs réserves et de les avoir à l'esprit. Premièrement, eu égard à la spécificité des conditions macroéconomiques, institutionnelles et structurelles, des sauts qualitatifs et des crises financières, les schémas d'approfondissement financier ne sont pas nécessairement identiques dans tous les pays. L'accent ici est mis sur l'identification des politiques qui ont permis d'orienter les systèmes financiers vers la frontière des possibilités financières ou qui ont permis de repousser les limites de ces possibilités. Deuxièmement, la forte hétérogénéité entre les PFR indique que si les réformes évoquées sont pertinentes pour un large éventail de PFR, leurs importance relative et leurs coûts-avantages peuvent varier considérablement d'un pays à l'autre voire dans un même pays selon le moment, ce qui signale qu'il convient de tenir compte des conditions et des institutions spécifiques du pays.

Promouvoir la stabilité macroéconomique

32. Conditions préalables. La stabilité macroéconomique est une condition *sine qua non* du déblocage du processus d'approfondissement du secteur financier comme l'illustre les expériences de développement des systèmes bancaires et des marchés de capitaux des pays en transition et des PE (Mexique et Turquie par exemple). Dans les pays en transition, la mobilisation des dépôts et l'expansion du crédit n'ont décollé qu'une fois la désinflation enracinée. Au Mexique et en Turquie, les déficits budgétaires persistants, l'inflation et la dépendance à l'égard des financements de la banque centrale font partie des difficultés que ces pays ont eu à surmonter pour se doter de marchés intérieurs dynamiques des titres d'endettement. L'assainissement des finances publiques par le biais de réformes, de l'autonomie accrue de la banque centrale et la désinflation qui a suivi, ont renforcé la crédibilité des politiques publiques et réduit les incertitudes quant au rendement de l'investissement, ce qui stimulé la demande d'actifs financiers.

Politique publique mise en œuvre pour la réforme des institutions et l'infrastructure

33. Surmonter les barrières d'échelle. Les interventions qui soutiennent l'innovation technologique, renforcent la concurrence (réduction des restriction coûteuses imposées à l'octroi d'agrément/création de

filiales, desserrement des contraintes réglementaires discriminatoires à l'égard des institutions bancaires/non bancaires)⁷ et la mise en place d'infrastructures favorisant la participation (initiatives des marchés obligataires régionaux, coopération entre établissements financiers en matière de systèmes de paiement et de compensation) peuvent permettre des économies d'échelle et abaisser les coûts des prestations de services financiers.

- *M-Pesa* au Kenya (2007) et *Smart Money* (2000) aux Philippines sont des exemples de cas dans lesquels l'innovation financière (téléphonie mobile par exemple) étayée par une réglementation souple, a permis d'abaisser les coûts et de promouvoir l'élargissement de l'accès aux services de paiement des segments de population qui en sont les destinataires finaux (en zones rurales notamment). Les établissements du secteur formel pour lesquels le coût des prestations à petite échelle était prohibitif en raison des frais d'installation et des coûts de transaction élevés, pouvaient alors offrir des services de paiement et des produits bancaires intégrés à la téléphonie cellulaire. Au Kenya par exemple, les transferts d'argent via le système *M-Pesa* ont facilité l'introduction de *M-Kesho*, associant les banques aux opérateurs de téléphonie cellulaire pour lancer des services financiers, contribuant ainsi à élargir l'accès aux services bancaires formels.
- En Ouganda, une législation favorable à la microfinance et aux mutuelles d'épargne et de crédit (SACCO) qui desservent habituellement la micro entreprise, ont joué un rôle dans l'amélioration de l'accès aux services financiers, avec l'apport de financements et de crédits bonifiés de l'État. L'intérêt pour les avantages d'une pénétration accrue du secteur du microcrédit a toutefois pris le pas sur le risque de prolifération accélérée de ces entités qui échappent le plus souvent à tout contrôle, de distorsions potentielles créées par l'appui massif de l'État (désincitation à la mobilisation de l'épargne privée) et les prêts dirigés.
- Le recours aux places boursières internationales (pour les valeurs mobilières par exemple) et d'autres formules de coopération peuvent être un moyen efficace de promouvoir le développement des marchés de capitaux dans les petits pays. La volonté de développer le secteur financier non bancaire dans les régions de l'ASEAN et de l'UEMOA a entraîné l'abaissement des barrières au commerce extérieur et la mise en place d'infrastructures et d'institutions propices à l'harmonisation des marchés (compensation et règlements, notation du crédit, accords commerciaux et mécanismes de contrôle du risque). Dans la région de l'ASEAN, les financements initiaux des banques centrales pour la mise en place de fonds diversifiés ont permis de promouvoir le développement de marchés obligataires régionaux.

34. Réformes opérationnelles. Les réformes visant à remédier aux déficiences de la micro structure du marché peuvent faciliter la détermination des prix et le développement du marché.

- Le développement des marchés monétaire et interbancaire exige des instruments d'intervention obéissant aux règles du marché et un cadre robuste pour les accords de prise/mise en pension. Au Népal par exemple, la stratégie visant à améliorer la gestion de la liquidité a comporté des dispositions organisationnelles pour une meilleure gestion de la dette publique et des adjudications de titres publics. Dans le même ordre d'idée, la République Kirghize a remédié à la pénurie de titres et de nantissements conventionnels sur les marchés monétaires en ayant recours à des swaps de devises – dispositif analogue aux accords de pension mais avec

⁷ Il convient de réaliser l'équilibre entre le besoin de promouvoir l'innovation et la concurrence, et la nécessité d'éviter que les nouveaux acteurs qui peuvent obtenir rapidement des parts de marché des nouveaux produits, ne prennent des positions dominantes, ou pour éviter la prolifération des nouvelles entités qui menacent la stabilité.

des devises au lieu de bons du Trésor comme garantie sous-jacente – tout en émettant des titres publics négociables pour permettre des opérations d'*open market* (titrisation des instruments de la dette publique dans le portefeuille de la banque centrale par exemple).

- L'expérience des PE a montré que le bon fonctionnement des marchés interbancaire et monétaire et les améliorations de l'infrastructure sous-jacente (plateforme de marché, systèmes de conservation de compensation et de règlement) sont des conditions préalables au développement des marchés des titres d'endettement. En Turquie, les spécialistes en valeurs du Trésor ont joué le rôle de donneurs de marché au début des années 2000, permettant ainsi d'augmenter la liquidité sur le marché secondaire.

35. Corriger les asymétries d'information. Les mesures d'intervention visant à renforcer les cadres d'information et d'exécution des obligations contractuelles (mise en place et mise à jour de centrales des risques, des nantissements, d'assurance-risque) et la création de l'infrastructure d'appui sont de nature à favoriser l'approfondissement. L'expérience des pays montre aussi que des systèmes de garantie partielle du crédit bien ciblés peuvent combler les défaillances du marché et favoriser l'accès dans un environnement de déficiences de l'information ou de protection insuffisante des droits des créanciers.

- Pour être efficaces, les régimes de caution des prêts supposent que les droits de propriété soient bien établis et respectés (inscription au cadastre, titres fonciers et sécurisation du droit de propriété) qui constituent souvent un défi dans les PFR en raison des règles traditionnelles de propriété collective des ressources foncières. L'exemple des États-Unis fournit un moyen de surmonter cette difficulté. Les terres communautaires dont le gouvernement américain était le mandataire auparavant, ont été restituées par une législation appropriée aux communautés amérindiennes qui pouvaient alors s'en servir comme nantissement.
- L'Ouganda et la Tanzanie ont créé des centrales de crédit qui recueillent et diffusent des informations sur les emprunteurs, ce qui freine le surendettement et favorise la concurrence (bien que l'accès des IMF reste limité) afin de faciliter l'expansion du crédit. En Ouganda, les mécanismes de garantie des crédits permettent une répartition des risques entre les banques et les organismes de caution des prêts agricoles, le crédit-bail et des formes novatrices de nantissement (chèques antidatés, dépôt de matériel) contribuant à l'expansion du crédit à l'agriculture.
- Au Botswana, bien qu'elle soit très coûteuse, l'assurance-vie liée à un crédit (l'assurance-vie remboursant le créancier en cas de décès de l'assuré) a été exigée par les banques pour tous les crédits personnels. Avec la prolifération du VIH/SIDA, cela a ouvert l'accès au crédit à ceux qui en auraient été autre exclus.
- Les interventions à court terme visant à éliminer les blocages de l'information peuvent aider à diminuer la segmentation du marché. Sur les marchés interbancaires, la Corée du Sud a assuré la promotion, dans les années 1980, de l'établissement de courtiers et d'agents afin pour les opérations d'adjudication, afin de réduire la segmentation entre institutions bancaires et non bancaires qui découle du manque d'informations sur les antécédents de crédit. De même, la banque centrale turque a fait office de contrepartie non identifiée des courtiers dans toutes les transactions, empruntant uniquement quand elle pouvait rétrocéder les montants au même taux d'intérêt.

36. Éliminer les facteurs de distorsion. Élimination des réglementations inefficaces et des mesures de prêt dirigé peut influencer positivement le développement du marché.

- Le développement du marché des obligations publiques au Mexique a été stimulé par l'élimination des prêts bancaires obligatoires à l'État. De même, en Turquie, la réforme de la fiscalité (élimination du prélèvement libératoire sur les plus-values des obligations à échéance de plus de 5 ans et l'abaissement du taux d'imposition de celles à échéances inférieures à 5 ans) et le renforcement de la transparence ont permis d'accroître l'attrait pour les obligations privées.
- Dans le secteur des assurances, de pair avec une réglementation incitatrice, l'abolition des restrictions à l'entrée sur le marché en Inde a favorisé l'approfondissement (bien que les entreprises d'État restent en position dominante). De même, le peu de restrictions imposées à la composition des actifs des compagnies d'assurance à la Barbade a permis au secteur de jouer le rôle essentiel de principal fournisseur de crédit hypothécaire jusqu'à ce que les banques prennent une part active à ce marché

Politique publique mise en place pour la supervision et la gestion des risques

37. Gestion des risques. Des politiques dynamiques de surveillance de l'activité du marché, d'appui à un suivi permanent des risques et de maîtrise des risques systémiques sont essentiels pour tirer parti de l'approfondissement du secteur financier. Les études de cas soulignent en particulier à quel point il importe de veiller à ce que les cadres de régulation et de supervision épaulent non seulement l'approfondissement du marché mais soient aussi à la mesure de son évolution, pour éviter de créer de nouveaux foyer de risque et d'instabilité.

- Les politiques visant à élargir l'accès aux services financiers exigent un élargissement du champ de la régulation et de la supervision, de manière à minimiser l'arbitrage réglementaire et les risques financiers systémiques⁸. La gestion du risque opérationnel est un sujet de préoccupation en Ouganda, au Kenya et aux Philippines, l'arrivée de nouveaux opérateurs qui a facilité l'implantation bancaire sans filiales ayant rendu floue la distinction entre les établissements bancaires et non bancaires. Plus généralement, l'expansion rapide de l'intermédiation non bancaire, qui échappe d'ordinaire à toute réglementation et qui a gagné en complexité et en interconnexion avec le secteur bancaire peut être préjudiciable à la stabilité financière.
- L'expérience des PE permet de penser que le rythme de la libéralisation financière et de l'approfondissement qui y est associé doit être soigneusement aligné sur la capacité de régulation prudentielle. Dans la période qui a précédé la crise Téquila au Mexique, la libéralisation dans un contexte de déficiences de la supervision a entraîné des désalignements des actifs et des passifs, la concentration du risque de marché et l'excès des prêts entre apparentés de la part des banques. L'expérience de l'Uruguay après la crise argentine montre que l'approfondissement financier alimenté par la libéralisation généralisée du compte financier et du compte de capital peut aboutir à la concentration des risques transfrontières, déclencher une ruée sur les banques et l'illiquidité, lorsqu'il n'y a pas une infrastructure adéquate de réglementation prudentielle et de supervision.
- Avec une plus grande pénétration des banques étrangères, la coopération internationale et l'échange d'information entre les pays revêt une importance accrue pour la gestion des risques. Si la mise en place de cadres effectifs pour la consolidation de la supervision et les règlements transfrontières posent des difficultés

⁸ En Europe centrale et de l'est par exemple, les tentatives des organes de régulation pour ralentir l'expansion accélérée du crédit dans la période qui a précédé la crise ont été réduites à néant, les prêts ayant transité de plus en plus par les établissements financiers non bancaires qui contournaient effectivement la réglementation bancaire.

(FSF/FMI/Banque mondiale, 2011), certains pays ont adapté leurs méthodes de supervision pour traiter ce problème. L'Uruguay par exemple a renforcé la réglementation internationale après les crises financières de 2002-03, en soumettant les filiales et succursales des banques et leurs représentations aux mêmes normes prudentielles, d'inspection et de régulation que les banques locales.

- Les politiques visant trop fermement à élargir l'accès aux services financiers peuvent hypertrophier le crédit à la consommation, exigeant par conséquent un renforcement proportionnel de la protection des consommateurs. À titre d'exemple, l'expansion à marche forcée du crédit à la consommation par les petits prêteurs en Ouganda, suscitée par un regain de concurrence présente des difficultés d'endettement en milieu rural. En Afrique du Sud, le crédit lié à l'assurance-vie a ouvert l'accès au crédit aux clients à faible revenu mais à des taux prohibitifs, ce qui a abouti à l'instauration de la réglementation du crédit à la consommation en 2006.

38. Avantages de la stabilité macroéconomique. Les politiques mises en œuvre dans le secteur financier afin de promouvoir un approfondissement durable peuvent améliorer le processus de détermination des prix, faciliter la réactivité de la politique macroéconomique et renforcer la capacité d'absorption des chocs. Le démantèlement des monopsones (publics/privés) de services financiers peut accroître l'efficacité de l'allocation des crédits et de l'intermédiation, réduire le coût des prestations de services financiers, favoriser l'inclusion et améliorer les services de paiement.

- *Améliorer la transmission de la politique monétaire.* Dans de nombreux pays, les opérations monétaires ont bénéficié de l'approfondissement des marchés interbancaire, monétaires et de refinancement. La participation des spécialistes en valeurs du Trésor aux adjudications de titres publics en Turquie par exemple a permis des cotations à double sens par les donneurs de marché, entraînant une meilleure détermination et une meilleure transmission des prix. En Géorgie, l'approfondissement du marché a permis de mieux étalonner et de mieux gérer la dette, suite à l'émergence d'une courbe de rendement sur un large éventail d'échéances.
- *Réduire les risques financiers.* Des systèmes financiers profonds et diversifiés peuvent permettre de réduire les risques financiers et assurer la stabilité des sources de financement public. Le Mexique et l'Uruguay sont des exemples de situations où l'amélioration des fondamentaux macroéconomiques, la rigueur des mesures prudentielles et le recours accru aux financements en monnaie locale assortis d'échéances plus longues (provenant d'investisseurs locaux) ont permis de contenir les risques de refinancement et de change. La présence accrue d'investisseurs institutionnels locaux a aussi contribué à l'avènement de financements stables et à long terme au Mexique, en Turquie, en Inde, à la Barbade, au Brésil et en Corée. De même, le développement du marché obligataire régional en Asie a permis de diversifier et de stabiliser la base de financement. L'intégration régionale n'est toutefois pas la panacée car elle peut créer un risque systémique comme l'illustre la crise actuelle de la zone euro et celle de 2010 en Côte d'Ivoire, avec ses répercussions sur les pays de la zone UEMOA.
- *Promouvoir l'adaptabilité de la politique en réduisant les risques afférents aux bilans.* Les mesures destinées à affermir la stabilité du marché et à limiter la dollarisation ont aidé les pays à réduire les risques bilanciaux, ouvrant la voie à une gamme plus étendue de choix de régimes de change. En Turquie (après la crise de 2000) par exemple, la stabilisation budgétaire a favorisé le développement des marchés intérieurs de titres d'endettement, ce qui a permis au Trésor de réduire la part de la dette publique libellée en devises.

39. Conclusion. Nombre des entraves au développement du secteur financier dans les PFR ne peuvent être dissociées des caractéristiques structurelles sous-jacentes des pays eux-mêmes (taille, échelle et concentration de l'économie). À cet égard, les réformes de politique examinées dans les études de cas n'ont pas été complètes ou ne sont pas nécessairement transposables à tous les PFR. Ces études ont cependant démontré que des initiatives ciblées et équilibrées pour promouvoir la concurrence, développer l'infrastructure d'information, traiter les questions de cautionnement et réduire les interventions intempestives et la prédominance du secteur public peuvent aider à surmonter des obstacles spécifiques à l'approfondissement. Les réformes peuvent en outre créer des externalités positives, en particulier si les actions menées permettent de catalyser l'émergence de nouveaux segments de marché. Le maintien d'un environnement macroéconomique sain et de la vigilance face aux risques qui peuvent surgir sont autant de conditions nécessaires pour tirer pleinement parti du processus d'approfondissement, corroborant les conclusions de la section précédente. Un équilibre est nécessaire en particulier lorsque la réglementation peut inciter le marché à une conduite prudente, sans nuire à l'approfondissement : une dérégulation trop rapide risque d'engendrer l'instabilité mais des règles trop restrictives peuvent freiner l'approfondissement du secteur financier. Des progrès suffisants de l'approfondissement de certains segments de marché ont indéniablement des retombées positives sur l'efficacité de la politique mise en œuvre et sur la capacité de réaction aux chocs.

VI. COMMENT AMÉLIORER LA SURVEILLANCE DU SECTEUR FINANCIER DANS LES PAYS À FAIBLE REVENU

40. Surveillance. La pertinence de premier ordre de l'approfondissement du secteur financier pour la stabilité macrofinancière et une croissance durable dans les PFR appelle un élargissement de la couverture de ces questions dans la mission de surveillance du secteur financier par le FMI. Cela impose de sortir du cadre étroit de la solidité et de la solvabilité des systèmes bancaires pour mieux intégrer le rôle plus vaste des systèmes financiers dans la réalisation d'une croissance forte, durable, supposant une plus grande flexibilité et une capacité de résistance accrue aux chocs. La surveillance bilatérale des PFR doit s'accompagner de la prise en compte de la mesure dans laquelle le système financier d'un pays limite la marge de manœuvre et l'efficacité de l'effet de transmission et l'exécution de la politique macroéconomique. Dans le même temps, il s'agit d'intégrer les risques découlant de l'approfondissement financier afin de permettre aux responsables des politiques de traiter les vulnérabilités connexes et de mieux tirer parti des retombées de l'approfondissement. Compte tenu de la grande diversité des systèmes financiers des PFR, une approche bien adaptée à chaque pays est indispensable. Cette section aborde plus en détail, les étapes à suivre pour améliorer la surveillance du secteur financier dans les PFR.

- *Cerner le contexte.* Le suivi des progrès de l'approfondissement du secteur financier dans les PFR exige un état des lieux précis du système financier dans chaque cas, sur différents paramètres (profondeur, diversité, accès, degré d'interconnexion, efficacité opérationnelle et supervision). Cet étalonnage peut servir à déterminer la situation du système financier d'un pays par rapport à ses pairs; des diagnostics pourraient être établis pour déterminer les services financiers qui ont besoin d'être étoffés et les sous-segments ou instruments financiers qui sont mal développés.
- *Étayer les conseils de politique.* Une meilleure idée de la façon dont le système financier sert de courroie de transmission à la mise en place de la politique macroéconomique peut aider à en évaluer l'efficacité et à

identifier les contraintes lourdes. Il importe tout autant de noter qu'un recentrage sur les politiques financières nécessaires pour lever ces contraintes peut améliorer l'efficacité des conseils de politique.

- *Éliminer les asymétries de l'information.* Le manque de données fiables et complètes sur de multiples aspects des systèmes financiers dans nombre de PFR rend l'analyse de politiques et la surveillance du secteur financier difficile. Une meilleure intégration des sources de données existantes, la promotion de la collecte de plus de données de meilleure qualité et leur mise à disposition aux fins de la surveillance bilatérale constituent autant d'étapes essentielles.

Cerner le contexte

41. Indicateurs. Une attention accrue doit être accordée à la surveillance de l'impact des systèmes financiers peu profonds et peu diversifiés sur la stabilité macroéconomique. À cet égard, il faut transcender les indicateurs de solidité financière classiques pour examiner et comprendre : i) la gamme des prestataires, des marchés et des produits disponibles pour diversifier la base de financement; ii) la profondeur et la liquidité des différents segments des systèmes financiers, signes de leur capacité à absorber les chocs; iii) l'efficacité du fonctionnement des établissements et des marchés financiers; iv) la portée du système financier et l'utilisation des services financiers par les ménages et les entreprises; v) le degré d'interpénétration financière et le champs de la politique macro prudentielle. Tous les indicateurs financiers peuvent ne pas être disponibles ou pertinents dans tous les pays mais l'attention doit être centrée sur les contraintes qui freinent le développement d'établissements financiers ou de segments de marché propices à l'efficacité de la politique et propres à renforcer la résistance aux chocs (supplément I, chapitre I0). Cela exige au minimum, le suivi de la profondeur, de la liquidité et du fonctionnement de marchés cruciaux – marchés de change, interbancaire et des titres publics – qui jouent un rôle essentiel dans la capacité d'absorption des chocs et la transmission de la politique, ainsi que des établissements qui constituent ces marchés.

42. Outils d'évaluation. Un état des lieux précis de la situation du pays sur les multiples aspects de l'approfondissement financier peut contribuer à centrer l'attention sur les failles que les initiatives de politique aideraient à combler. La méthode d'évaluation la plus directe des progrès de l'approfondissement du secteur financier est d'étalonner son système financier par rapport à la moyenne des pays similaires ou de la région. Aussi utiles qu'elles soient, ces comparaisons ne permettent pas une désagrégation systématique des facteurs structurels et politiques qui ont un impact sur l'approfondissement financier. À cet égard, le cadre que fournissent la frontière des possibilités financières et l'exercice d'étalonnage de référence de la section IV pourraient constituer un bon outil d'appréciation des domaines potentiellement porteurs d'un approfondissement durable. Les recommandations de politique varieraient en général, selon la situation d'un pays par rapport à l'étalonnage de référence. Un paramètre financier situé en-deçà de sa valeur de référence par exemple pourrait servir à détecter un décalage de l'environnement propice. De même, des résultats supérieurs aux attentes sur un paramètre structurel pourraient dénoter la mise en œuvre de politiques macroéconomiques et financières saines par le passé mais aussi des vulnérabilités naissantes (forte expansion du crédit par exemple).

Une vision exhaustive des politiques

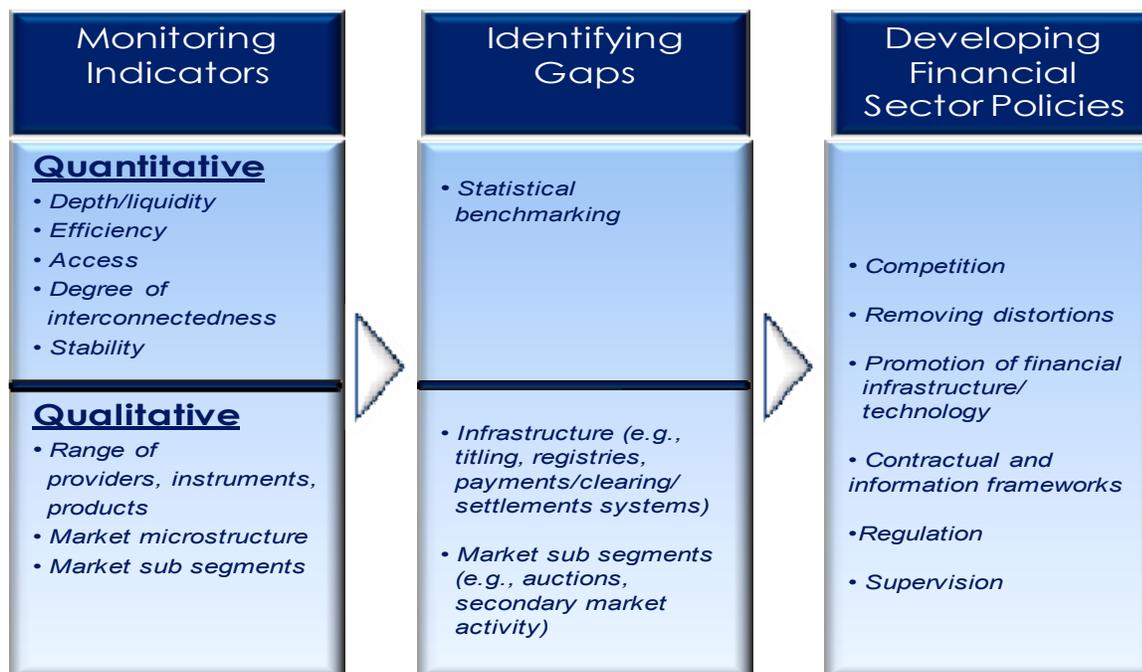
43. Politiques afférentes au secteur financier. Comprendre comment l'absence ou le manque d'intermédiaires et de marchés financiers, ainsi que de politiques propices au secteur financier influent sur la mise

en œuvre de la politique et la stabilité macroéconomique dans les PFR devrait guider les conseils du FMI. Sur les marchés matures, l'infrastructure financière qui sous-tend les politiques macroéconomiques est considérée comme acquise. Cette présomption ne vaut pas toujours pour les PFR. Les conseils de politique monétaire et budgétaire du FMI par exemple pour les PFR ne peuvent être traités en faisant abstraction de l'existence et de l'efficacité de l'infrastructure institutionnelle et de marché sous-jacente du mécanisme de transmission monétaire, de la gestion de la dette et du financement budgétaire (voir méthode diagnostique détaillée dans le suppl. I, chapitre V). Les constats des études de cas indiquent que les mesures de politique peuvent alléger les contraintes et, partant, ouvrir la voie à une plus grande marge de manœuvre politique. L'identification précise des blocages et des mesures requises pour les surmonter est essentielle, leur importance relative pouvant varier selon le service/marché financier considéré.

44. Surveillance des systèmes financiers. Une évaluation attentive des avancées requises des cadres de régulation et de supervision, ainsi que des politiques afférentes au secteur financier est nécessaire pour épauler et accompagner l'approfondissement financier. Comme le montrent les études de cas, une expansion débridée du secteur financier, en dehors du renforcement adéquat de l'infrastructure de régulation et de supervision peut nuire à la stabilité. Il peut aussi être nécessaire d'envisager des dispositifs de supervision adaptés aux particularités des PFR (concentration de l'économie par exemple) en accord avec les organes de normalisation. Le renforcement des liens à l'échelle régionale et internationale peut aussi exiger une attention permanente pour l'échange d'information et la supervision transfrontières. La surveillance doit aussi porter sur les répercussions de l'insuffisance de moyens de supervision – un des plus fréquents constats des PESF – et sur la façon de remédier à ces contraintes de capacité. Le graphique 9 illustre schématiquement le cadre de surveillance proposé.

Corriger les asymétries de l'information

45. Efforts engagés pour la collecte des données. Le manque de données du secteur financier limite le champ et la qualité de la surveillance de ce secteur dans les PFR. La création d'un nouveau portail conjoint FMI-Banque mondiale des données financières des pays à faible revenu (à usage exclusivement interne) constitue une première étape cruciale pour combler l'insuffisance de données. Ce portail, mis en place par le Groupe financier FMI-Banque mondiale pour les PFR sous les auspices du Comité de liaison du secteur financier (CLSF) permettra d'améliorer la couverture et la diffusion des indicateurs financiers en intégrant mieux les sources de données existantes. Il combine une liste exhaustive d'indicateurs financier qui fournit les éléments nécessaires à l'évaluation de l'approfondissement du secteur financier dans les PFR avec les paramètres spécifiques des pays et fait la synthèse des données recueillies par les deux institutions. Outre la diffusion d'indicateurs quantitatifs, le portail offre une plateforme d'échange de données qualitatives sur les politiques mises en œuvre dans les pays, la réglementation, les institutions et les dispositifs visant à créer un environnement porteur. Les données existantes auxquelles le FMI à accès peuvent permettre de faire progresser l'application de la méthode de surveillance du secteur financier décrite ci-avant. Mais les efforts doivent être poursuivis pour enrichir et étendre les données susceptibles de promouvoir une surveillance effective du secteur financier dans les PFR.

Graphique 9. Tableau illustratif de la surveillance du secteur financier dans les PFR

46. Efforts à poursuivre. L'analyse exposée dans le présent document ne constitue qu'une première étape. Les efforts devront être poursuivis à bien des égards :

- *Projets pilotes/boîte à outils.* La méthode préconisée ci-dessus pourrait être expérimentée sur quelques cas pour déterminer la façon dont un approfondissement durable du secteur financier peut bonifier l'efficacité et la mise en œuvre de la politique macroéconomique. Parallèlement, une boîte à outils pourrait être mise au point pour compléter l'étalonnage, de pair avec des évaluations du cadre institutionnel et des politiques, en tenant dûment compte de la situation des pays (état de l'infrastructure du marché, degré d'interconnexion).
- *Outils d'analyse.* Si la notion de frontière des possibilités financières offre un cadre d'évaluation utile du champ potentiel de l'approfondissement, les recherches doivent se poursuivre pour étudier les causes et les conséquences des failles du système financier, notamment dans le cas de l'investissement de portefeuille et des investisseurs institutionnels, afin aussi de comprendre lorsque l'approfondissement est durable ou qu'il révèle des risques potentiels. À cet égard, il conviendrait d'examiner plus avant la relation entre la dollarisation, l'approfondissement et l'efficacité de la politique macroéconomique, ainsi que le rôle de la diversification économique. Le lien entre les politiques du secteur financier, l'approfondissement et la croissance méritent aussi une plus grande attention.
- *Collaboration avec la Banque mondiale.* La méthode décrite ici vise à compléter plutôt qu'à reproduire le travail d'envergure engagé par la Banque mondiale pour tirer des conclusions précises sur les causes des déficiences des systèmes financiers. Cela permettrait de mieux guider les conseils de politique du FMI visant à garantir la macro stabilité et la croissance dans les PFR. Pour l'avenir, la poursuite de la collaboration avec la Banque mondiale est nécessaire, y compris en envisageant les possibilités de conjuguer les compétences techniques respectives, le cas échéant.

- *Asymétries de l'information.* Les déficits d'information relatifs au fonctionnement des marchés monétaire, de change, boursier, et à l'activité du marché secondaire doivent être comblés. Ils révèlent le manque de description précise du fonctionnement des marchés et des institutions, ainsi que l'absence de données exhaustives et cohérentes. Pour parvenir à une meilleure intégration financière des PFR dotés de systèmes financiers comparables à ceux des PE, il convient de redoubler d'efforts pour la collecte et la communication systématique de données sur la portée de leurs interactions financières en évolution.
 - *Intégrer l'assistance technique.* L'assistance technique est l'une des sources d'informations potentielles importantes sur le fonctionnement des systèmes financiers à renforcer et à mieux exploiter dans le cadre de la surveillance. À l'avenir, il s'agira de mieux intégrer les conseils de politiques inscrits dans le cadre de l'assistance technique aux impératifs de stabilité macroéconomique des PFR, afin d'aider les pays à surmonter les obstacles à l'approfondissement dans des domaines spécifiques.

47. Ressources. L'ampleur et la nature des efforts à mener pour intégrer ce travail à la mission de surveillance auront assurément des répercussions en termes de ressources et d'organisation. Les services du FMI reviendront en temps opportun vers le Conseil pour présenter des propositions concrètes sur ces aspects, faire état de l'expérience recueillie dans le cadre des projets-pilotes, en tenant dûment compte de la répartition des tâches/partage de l'information avec la Banque mondiale.

Bibliographie

- Abiad, A, E. Detragiache, and T. Tressel, 2008, "A New Database of Financial Reforms," IMF Working Paper 08/266 (Washington: International Monetary Fund).
- Beck, T., A. Demirguc-Kunt, and R. Levine, 2010, "A New Database on Financial Development and Structure," Updated November 2010, World Bank Policy Research Paper No. 4943 (Washington: World Bank).
- Beck, T., and A. de la Torre, 2007, "The Basic Analytics of Access to Financial Services," *Financial Markets, Institutions and Instruments*, Vol. 16, No. 2, pp. 79-117.
- Claessens, S., and N. Van Horen, 2011, "Foreign Banks: Trends, Impact and Financial Stability," IMF Working Paper 12/10 (Washington: International Monetary Fund).
- de la Torre, A., E. Feyen, and I. Alain, 2011, "Financial Development: Structure and Dynamics," World Bank Policy Research Working Paper No. 5854 (Washington: World Bank).
- Demirguc-Kunt, A., E. Feyen, and R. Levine, 2011, "Optimal Financial Structures and Development: The Evolving Importance of Banks and Markets." Available via the internet: siteresources.worldbank.org/INTFR/Resources/DemirgucFeyenLevine060311.pdf
- 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).
- Financial Stability Board, International Monetary Fund and World Bank, 2011, "Financial Stability Issues in Emerging Market and Developing Economies," Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors.
- Goyal, R., C. Marsh, R. Narayanan, S. Wang, and S. Ahmed, 2011, *Financial Deepening and International Monetary Stability*, IMF Staff Discussion Note No. 11/16 (Washington: International Monetary fund).
- International Monetary Fund, 2011a, "2011 Triennial Surveillance Review—Overview Paper." Available via the internet: www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/082911.pdf
- _____, 2011b, Managing Director's Action Plan, *International Monetary and Financial Committee*. Available via the internet: www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/092411.pdf
- _____, 2011c, "Managing Volatility: A Vulnerability Exercise for Low-Income Countries." Available via the internet: www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/030911.pdf
- _____, 2011d, "Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework." Available via the internet: www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/031111.pdf
- _____, various issues, "Financial Access Survey Database." Available via the internet: <http://fas.imf.org>
- Kaufmann, D., A. Kraay, and M. Mastruzzi, 2010, "The Worldwide Governance Indicators: A Summary of Methodology, Data and Analytical Issues," World Bank Research Working Paper No. 5430 (Washington: World Bank).
- Lane, P., and G. M. Milesi-Ferretti, 2006, "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. Updated and extended version of the Lane and Milesi-Ferretti (2007) dataset.

World Bank, various issues, "Enterprise Surveys." Available via the internet: www.enterprisesurveys.org

_____, 2010, "FinStats Database." (Washington).

_____, various years, "World Development Indicators." (Washington).