

Finance et pétrole

Existe-t-il une malédiction des ressources dans le développement financier?

Thorsten Beck

Première version: octobre 2010

Résumé: Le présent article démontre que la relation entre finance et croissance ne varie pas entre les pays, selon que leurs ressources naturelles sont abondantes ou non. Cet article prouve aussi que les systèmes financiers sont moins développés dans les économies dominées par les ressources naturelles et que la liquidité, la capitalisation et la rentabilité des banques y sont plus élevées. Les entreprises dans ces pays ont moins recours à des financements externes. Dans l'ensemble, il semblerait qu'il existe une malédiction des ressources naturelles dans le développement financier.

Beck (T.Beck@uvt.nl): CentER et European Banking Center, Université de Tilburg et CEPR;
Cet article a été préparé pour une conférence organisée par l'Institut du FMI et la Banque d'Algérie intitulée: Ressources naturelles, finance et développement: faire face aux anciens et aux nouveaux défis. Avec l'aimable assistance et les recherches de Mohamad Hoseini et de Radomir Todorov.

1. Introduction

Bon nombre de publications ont cerné le développement du secteur financier comme étant un facteur critique dans un développement économique inclusif (voir Levine, 2005 et Beck, 2009 pour une description sommaire). Les pays dont le système financier est plus profond connaissent une croissance plus rapide et le quintile de revenus le plus faible est celui qui profite le plus de cette financiarisation (Beck, Levine and Loayza, 2000; Beck, Demirguc-Kunt and Levine, 2007). Les pays dont le système financier est plus profond voient aussi l'inégalité de revenus et le taux de pauvreté se réduire plus vite. Le développement du secteur financier aide les secteurs qui ont besoin de financements externes à se développer plus vite et les entreprises, surtout les plus petites et les moins visibles, à surmonter les contraintes de financement (Rajan and Zingales, 1998; Beck, Demirguc-Kunt and Maksimovic, 2005).

La plupart de ces travaux s'est toutefois concentrée sur de grands échantillons de plusieurs pays, en supposant que la relation entre finance et croissance est linéaire et constante entre tous les pays.¹ En outre, de nombreux articles concernant la finance et la croissance font l'impasse sur les pays pétroliers ou les économies dominées par les ressources naturelles en général, sous prétexte que d'autres facteurs tirent le développement économique de ces pays et que le rôle et la structure du secteur financier y sont différents.

Le présent article se concentre sur l'expansion des secteurs financiers dans les économies dominées par les ressources. Plus spécifiquement, (i) nous vérifions si la relation entre finance et croissance varie selon les pays du fait de l'importance qu'y ont les ressources naturelles et (ii) nous décrivons le développement et la structure du système financier dans ces pays, par rapport aux autres. Dans la première partie, nous nous servons de régressions

¹ Divers articles ont démontré l'existence de relations non linéaires, notamment Aghion et al. (2005) et Rioja and Valev (2004).

classiques des études sur la finance et la croissance et nous établissons une relation différentielle entre finance et croissance, selon le degré de dépendance de l'économie aux exportations de ressources naturelles ou d'abondance des richesses tirées de ces ressources. Dans la deuxième partie, nous utilisons des données globales, sur les banques et sur les entreprises pour examiner si la profondeur, l'ampleur et l'efficacité des systèmes financiers varient de façon systématique, selon que les pays concernés n'ont pas le même degré de dépendance aux ressources naturelles.

Cette étude du rôle du développement du secteur financier dans la croissance des économies dominées par les ressources est intéressante et importante, à la fois pour les universitaires et les décideurs politiques. De nombreuses publications traitent de la malédiction des ressources naturelles et des différentes voies selon lesquelles l'abondance des ressources peut influencer sur la croissance; il est donc essentiel de comprendre le rôle que joue le développement financier dans ce contexte. Les décideurs politiques qui se préoccupent du développement de leur pays se doivent de comprendre l'importance relative des différents domaines d'action politique, ainsi que l'efficacité de certaines politiques spécifiques.

De par son examen du rôle et de la structure du système financier des économies dominées par les ressources, le présent article se fonde une littérature étendue traitant de la malédiction des ressources naturelles (voir van der Ploeg, 2010 pour une enquête récente). Cette malédiction fait référence à l'effet d'évincement des activités ou des investissements qui ne seraient pas basés sur les ressources, sous l'effet des prix et de diverses incitations. L'une de ses formes - que l'on appelle aussi "syndrome hollandais" - se manifeste par le biais du mécanisme de change: les exportations de produits de base poussent le taux de change réel à la hausse, ce qui fait que les exportations qui ne sont pas fondées sur les ressources ne sont plus compétitives et vient pénaliser le secteur des biens échangés. Parmi les exemples récents les plus marquants, on trouve le déclin de l'industrie manufacturière au Royaume-Uni après la

découverte de pétrole dans les années 1970 et celui de ce secteur aux Pays-Bas après que l'on a découvert un gisement gazier en 1959. Au-delà des effets de prix, cette malédiction fait aussi référence aux distorsions que subissent les incitations à investir dans les institutions, l'éducation et les autres services publics, du fait des revenus inattendus tirés des ressources naturelles, ainsi qu'aux répercussions négatives sur la liberté et la stabilité politique. Il est généralement plus facile de réaliser des bénéfices à court terme sur des ressources naturelles comme le pétrole que sur des actifs immobilisés tels que des usines, du matériel ou des machines, car pour générer des revenus à partir des ressources naturelles, il est moins important de créer un marché, de disposer de capital humain et d'investir dans la R&D. Cela incite alors moins à investir dans un cadre institutionnel propice à des échanges étendus sur le marché intérieur, aux droits de propriété privée et à un cadre contractuel qui soutient la production de produits autres que les produits de base (Besley and Persson, 2010). La richesse due aux ressources naturelles permet aussi à des gouvernements assez peu démocratiques d'acheter l'opposition, d'éviter de faire face à leurs responsabilités et d'empêcher toute transparence. À cause des ressources naturelles, il est plus rentable pour les élites de s'accrocher au pouvoir et de bloquer le développement d'une société ouverte. Cela peut alors favoriser les conflits (Collier and Hoeffler, 2004). De plus, la manne provoquée par les produits de base peut provoquer, dans la société, un basculement de l'esprit d'entreprise producteur de bénéfices vers une recherche de rente, inefficace du point de vue social. Cependant, il y a aussi une interaction entre le développement des institutions et l'abondance des ressources, par laquelle les pays au-dessus d'un certain seuil de développement institutionnel sont en mesure de tirer les bénéfices de leur richesse en ressources naturelles

On trouve, dans la littérature empirique, d'innombrables exemples de la malédiction des ressources naturelles et des différents canaux par lesquels elle a des répercussions sur la croissance. Ces publications ont aussi relevé, néanmoins, de grandes disparités d'expériences

entre les pays, des pays comme le Nigéria ayant connu, depuis l'indépendance, une croissance négative associée à des effets de change, une recherche de rente et des violences engendrées par les exportations de pétrole, tandis que la croissance est positive au Botswana depuis 50 ans, bien que celui-ci dépende fortement des exportations de diamants. Cependant, selon Gylfason (2001), seules quatre économies dominées par les ressources sur 65 peuvent être considérées comme des réussites en matière de croissance - l'Indonésie, la Malaisie, la Thaïlande et le Botswana - et les trois pays asiatiques s'en tirent quand même moins bien que leurs voisins d'Asie de l'Est: Hong Kong, Singapour ou la Corée du Sud. À quelques exceptions près, cependant, la littérature n'a pas étudié les effets de l'abondance des ressources naturelles sur le développement financier ou la façon dont ce dernier peut atténuer la malédiction des ressources naturelles (van der Ploeg and Poelhekke, 2007).

Pour étudier s'il existe une telle malédiction dans le développement financier, le présent article s'inspire de nombreuses publications concernant les déterminants de l'expansion des circuits financiers entre les pays. Boyd, Levine and Smith (2001) démontrent l'importance de la stabilité macroéconomique pour la financiarisation de l'économie, tandis que La Porta et al. (1997, 1998) et Djankov, McLiesh and Schleifer (2007) démontrent l'importance que revêtent le cadre contractuel et le cadre d'information pour le développement financier.²

La théorie et la littérature institutionnelle sur la malédiction des ressources naturelles avancent différentes hypothèses quant à l'effet de l'abondance des ressources naturelles sur le développement du système financier. D'un côté, les revenus inattendus dus à cette abondance et l'expansion qui en découle dans le secteur des biens non échangés peuvent accroître la demande de services financiers, y compris le crédit à la consommation. D'un autre côté, des investissements plus élevés dans le secteur des ressources naturelles peuvent réduire

² Voir Beck (2006) pour en trouver un résumé.

l'investissement dans le secteur financier et éloigner les travailleurs qualifiés du système financier. En outre, puisque le système financier dépend fortement d'un cadre institutionnel sain, notamment un cadre contractuel efficace, cela peut compromettre la financiarisation de l'économie dans des pays où l'abondance de ressources naturelles pénalise le développement des institutions. Il faut cependant aussi étudier les aspects liés à la demande. Le secteur des ressources naturelles est certainement moins demandeur de financements externes que le secteur des biens échangés qui ne sont pas liés aux ressources, un secteur qui souffre dans un scénario de syndrome hollandais. En outre, on trouve dans la littérature des exemples de taux d'épargne moins élevés dans des économies dominées par les ressources, ce qui permet alors d'expliquer une moindre demande de services financiers dans ces pays.

Les prévisions faites par la théorie concernant les relations entre finance et croissance dans les économies dominées par les ressources sont de plus ambiguës. D'un côté, il est possible que le système financier soit moins important car la croissance dépend moins des secteurs à forte intensité financière. D'un autre côté, il se pourrait aussi que le développement du système financier soit plus important, de manière à compenser les effets négatifs du syndrome hollandais et à diversifier l'économie. De plus, les systèmes financiers dans les économies dominées par les ressources peuvent aider à contrecarrer les conséquences négatives de la volatilité du taux de change réel (Aghion et al., 2009).

Cet article s'inscrit dans une littérature encore restreinte concernant la malédiction institutionnelle des ressources. Beck and Laeven (2006) démontrent que les disparités de répartition des ressources naturelles entre les pays en transition permettent, en partie, d'expliquer les disparités dans le renforcement des institutions après 1990, au moment où tous ces pays étaient confrontés au même défi, consistant à construire des institutions compatibles avec le marché. Des régressions portant sur plusieurs pays ont confirmé cette relation négative existante entre l'abondance des ressources naturelles et l'État de droit (Norman,

2009), la lutte contre la corruption (Papyrakis and Gerlagh, 2004) et la capacité institutionnelle globale (Isham et al., 2005).

La suite de cet article suit la structure suivante. Dans la deuxième section, on estime si la relation entre finance et croissance varie entre les pays selon le degré d'importance des produits de base dans l'économie. La section n°3 étudie si le niveau de développement financier est moindre dans les économies dominées par les produits de base, ce qui permet de vérifier l'existence de la malédiction des ressources pour le développement du système financier. On analyse, dans la section n°4, les bilans et les comptes de résultat des banques afin de déterminer si celles-ci sont différentes dans les économies dominées par les ressources. La section n°5 utilise des données tirées d'enquêtes sur les entreprises afin d'étudier les variations, entre des pays où l'importance des ressources naturelles diffère, dans l'usage que font les entreprises du financement externe et dans les obstacles qu'elles rencontrent pour trouver des financements, en plus d'étudier des données globales concernant la pénétration bancaire. La section n°6 présente les conclusions ainsi que certaines pistes de politique économique.

2. Finance et croissance - y a-t-il une décote due aux ressources naturelles?

On étudie, dans cette section, si la relation positive entre le développement financier et la croissance économique varie entre les pays selon le degré d'importance des ressources naturelles. Pour ce faire, nous nous servons de régressions classiques dans la littérature sur la finance et la croissance, en y ajoutant une variable exprimant l'importance ou l'abondance des ressources naturelles ainsi que son interaction avec le développement financier.

Nous utilisons deux indicateurs pour évaluer la dépendance des économies aux ressources naturelles. Le premier indicateur est les *Exportations de ressources naturelles*, soit la somme des exportations de combustibles, de minerai et de métaux rapportée au PIB. Les données

proviennent des Indicateurs du développement mondial, qui sont disponibles pour un large échantillon de pays pendant la période de 1960 à 2008. Le second indicateur est les *Ressources du sous-sol* par habitant et fait référence aux actifs naturels (Banque mondiale, 2006). On calcule, pour ce faire, la valeur actualisée nette du revenu que ces ressources étaient en mesure de générer pour l'année 2000. Les exportations de ressources naturelles vont de zéro dans des pays tels que l'Île Maurice à presque 100 % dans de nombreux pays exportateurs de pétrole. De même, les ressources du sous-sol par habitant s'étendent de zéro dans des pays comme Singapour à 80.000 dollars EU en Arabie Saoudite. Il est important de noter qu'il existe des différences importantes entre ces deux mesures, car les Exportations de ressources naturelles font référence aux flux de revenus générés par ces ressources et les Ressources du sous-sol désignent la richesse réelle.³

Nous nous servons, comme indicateur du développement financier, d'un indicateur classique dans la littérature, le *Crédit privé*, soit l'encours total des créances des établissements financiers auprès des secteurs privés nationaux non financiers, divisé par le PIB. Cet indicateur va de moins de 2 % en RDC à près de 150 % en Suisse. Comme indicateur de substitution, nous prenons les *Engagements à court terme* rapportés au PIB, que l'on définit comme étant les devises, les exigibilités à vue et le passif rémunéré des banques et intermédiaires financiers non bancaires, divisés par le PIB, ce qui permet de se concentrer sur le passif des banques.

Nous utilisons la moyenne de la croissance du PIB par habitant pendant la période de 1980 à 2007 pour effectuer les régressions suivantes:

$$g(i) = \alpha_1 + \beta_1 \text{Crédit privé } (i) + \beta_2 \text{Crédit privé } (i) * \text{Ressources naturelles } (i) + \beta_3 \text{Ressources naturelles } (i) + \gamma^2 C(i) + \varepsilon(i),$$

³ Brunnschweiler and Bulte (2008) suggèrent qu'il existe des différences importantes entre les effets qu'ont la dépendance aux ressources naturelles et l'abondance des ressources naturelles sur le développement des institutions et de l'économie.

où β_1 reprend l'effet général du développement financier sur la croissance, tandis que β_2 englobe l'effet différentiel dans les économies qui sont davantage basées sur les ressources.

Comme cela se fait dans la littérature sur la finance et la croissance, notre ensemble d'informations explicatives comprend (i) le log du PIB initial réel par habitant afin de tenir compte de la convergence, (ii) la durée moyenne de la scolarité afin de tenir compte de l'accumulation de capital humain, (iii) la part des exportations et des importations dans le PIB, (iv) le taux d'inflation et (v) le rapport entre dépenses publiques et PIB.⁴

Les résultats du tableau 1 ne soulignent pas de variation significative de la relation entre finance et croissance selon le degré de dépendance aux ressources naturelles. Les résultats de la colonne 1 confirment les résultats des études comparatives entre pays concernant la finance et la croissance, selon lesquels il existe une relation positive entre le développement financier et la croissance économique à long terme, tandis que les résultats de la colonne 2 n'indiquent aucun effet différentiel du développement financier sur la croissance des économies dominées par les ressources, car le coefficient du terme d'interaction ne joue pas de rôle significatif. Les colonnes 3 et 4 confirment nos résultats au moyen, respectivement, de notre deuxième indicateur de l'abondance des ressources naturelles, les ressources du sous-sol, et de notre deuxième indicateur du développement financier, les engagements à court terme.

Dans les colonnes 5 et 6, on étudie la relation entre finance et inégalité de revenus. Pour reprendre des travaux précédents de Beck, Demirguc-Kunt and Levine (2007), nous effectuons une régression du taux de croissance annuelle du coefficient de Gini par rapport au développement financier, aux exportations de ressources naturelles, à leur interaction et à un ensemble d'informations explicatives. Nous en concluons que le développement financier entretient une relation négative avec le taux de croissance du coefficient de Gini, tandis que la

⁴ Beck, Levine and Loayza (2000) et Beck and Levine (2004) utilisent des ensembles semblables d'informations explicatives.

dépendance aux ressources naturelles a un effet positif sur le coefficient et vient donc augmenter les inégalités. D'un autre côté, le terme d'interaction entre les deux n'a pas d'effet significatif.

Pour résumer, les éléments préliminaires n'indiquent pas de variation entre les pays de la relation entre finance et croissance selon le degré d'abondance de leurs ressources naturelles, ce qui est aussi le cas pour la relation entre finance et évolution de l'inégalité des revenus. Ces résultats ne sont certainement pas probants et d'autres travaux seront nécessaires dans ce domaine, en étudiant notamment des données sur les secteurs industriels et sur les entreprises et en décomposant le PIB en ses composantes liées ou non aux ressources naturelles. Des travaux préliminaires menés par Barajas, Chami and Yousefi (2010) indiquent qu'il pourrait exister un effet différentiel si l'on étudie des régressions de panels plutôt que des régressions sur plusieurs pays, auquel cas le développement financier a un effet plus faible, voire négatif, sur la croissance des pays exportateurs de pétrole. Mais a priori, les décideurs politiques dans les économies dominées par les ressources devraient autant se préoccuper du développement du secteur financier que leurs homologues dans les autres pays.

3. Finance et ressources naturelles - existe-t-il une malédiction des ressources?

On étudie, dans cette section, s'il existe des preuves empiriques de l'existence d'une malédiction des ressources dans le développement financier. En particulier, nous évaluons si le développement financier est plus faible dans les économies qui dépendent plus des ressources naturelles, après avoir neutralisé certains facteurs traditionnellement associés aux disparités de développement financier entre les pays.

En tenant compte du développement économique, les pays qui dépendent plus des exportations de ressources naturelles ont de moindres niveaux de crédit privé. Le graphique 1 présente une dispersion partielle du crédit privé et des exportations de ressources naturelles,

en tenant compte du PIB par habitant. Nous présentons ici les données pour tous les pays, sur la base de moyennes calculées sur la période de 2000 à 2007. Nous utilisons ensuite une analyse de régression à plusieurs variables pour évaluer la robustesse de ce résultat, afin de tenir compte des autres déterminants du développement financier.

Selon la littérature existante, la stabilité macroéconomique et l'efficacité du cadre contractuel et du cadre d'information sont des déterminants importants du développement du secteur financier (Boyd, Levine and Smith, 2001; Djankov, McLiesh and Shleifer, 2007). Dans notre analyse, nous tenons ainsi compte (i) de la moyenne du log du PIB réel par habitant, calculée sur la période de l'échantillon, (ii) du taux d'inflation moyen entre 2000 et 2007, (iii) du délai d'application d'un contrat en nombre de jours et (iv) de l'efficacité du système d'information sur les emprunteurs, les deux dernières mesures étant représentées par leur moyenne sur la période de 2003 à 2007.

En plus des deux indicateurs du système financier présentés ci-dessus, nous étudions plusieurs autres. Le *Rapport prêts sur dépôts* permet de mesurer l'efficacité de l'intermédiation, en calculant le rapport de l'encours total des créances des banques auprès des secteurs nationaux non financiers sur les dépôts bancaires totaux. Des rapports plus élevés indiquent une meilleure efficacité de l'intermédiation ; cependant, des rapports supérieurs à un pourraient indiquer une surchauffe. Nous utilisons aussi deux indicateurs boursiers. En particulier, nous utilisons la *Capitalisation boursière* rapportée au PIB, qui permet de mesurer la taille relative du marché boursier par rapport à l'activité économique réelle et la *Rotation du marché boursier*, soit les transactions boursières rapportées à la capitalisation du marché boursier, ce qui mesure la liquidité du marché.

Au-delà des indicateurs du développement financier définis ci-dessus, nous étudions aussi la relation entre la dépendance aux ressources naturelles et de les indicateurs de la structure financière, c'est-à-dire si le système financier se base plus sur le marché ou sur les

banques. À l'instar de Beck and Levine (2002), nous définissons *Structure sur taille* comme étant le rapport entre la capitalisation boursière et les actifs bancaires, ces derniers se définissant comme le total des créances des banques sur les secteurs nationaux non financiers (publics et privés). Des rapports plus élevés indiqueraient que le système financier est plus fondé sur le marché. On définit *Structure sur efficacité* comme le produit de la rotation du marché boursier et de la marge d'intérêt nette des banques (indicateur négatif de l'efficacité des banques). Des chiffres plus élevés indiqueraient, là encore, que le système financier est plus fondé sur le marché.

Le tableau 2 démontre que les pays qui dépendent plus des exportations de ressources naturelles ont des niveaux inférieurs de développement financier, même après en avoir neutralisé les autres déterminants. L'effet n'est pas seulement important du point de vue statistique, mais aussi du point de vue économique. Prenons l'exemple de la colonne 1. Une augmentation d'un écart-type des exportations de ressources naturelles implique une baisse du crédit privé de 10 points. Conformément à ce qui a déjà été publié, il existe une relation négative entre l'inflation et l'inefficacité dans l'application des contrats, tandis que le rôle joué par l'efficacité du partage des informations sur les emprunteurs n'est pas significatif. Comme l'indiquait déjà le graphique 1, le log du PIB par habitant joue un rôle positif et significatif. Les résultats de la colonne 2 confirment cette conclusion à partir des ressources du sous-sol, tandis que la colonne 3 les confirme au moyen des engagements à court terme. Les résultats de la colonne 4 démontrent que de moindres niveaux d'intermédiation financière ne sont pas nécessairement synonymes d'une moindre efficacité de l'intermédiation car le rôle des ressources naturelles n'est pas significatif dans la régression du rapport global prêts sur dépôts. Les résultats des colonnes 5 et 6 démontrent que les marchés boursiers dans les économies qui misent plus sur les ressources naturelles ne sont pas moins grands, mais ces marchés sont significativement moins liquides. Les exportations de ressources naturelles

n'influent pas de façon significative sur la régression du rapport capitalisation boursière sur PIB, leur effet est néanmoins négatif et significatif dans la régression de la rotation du marché boursier. Enfin, les résultats des colonnes 7 et 8 indiquent que, lorsqu'on les mesure en termes de taille, les systèmes financiers des économies dominées par les ressources sont plutôt fondés sur le marché, alors que lorsqu'on les mesure en termes d'efficacité, ces systèmes se basent plus sur les banques. Au vu des résultats précédents, l'interprétation que nous pouvons en faire est que cette orientation vers le marché déterminée par la taille provient de ce que les systèmes bancaires sont plus petits dans les économies dominées par les ressources, tandis que l'orientation vers les banques déterminée par l'efficacité est due au fait que les marchés boursiers sont moins liquides dans ces pays.

Dans le tableau 3, on étudie la variation du développement financier en fonction de la dépendance aux ressources naturelles au sein d'un même pays. En particulier, nous présentons ici des estimations avec un effet fixe pays pour examiner comment le crédit privé évolue au fil du temps, en fonction du PIB par habitant. Nous concentrons ici sur une période d'échantillonnage plus longue, au moyen de données annuelles sur la période de 1960 à 2007. Cet échantillon nous sert à évaluer dans quelle mesure le système financier devient plus profond en fonction du développement économique et d'autres indicateurs macroéconomiques et si ces relations varient selon le degré de dépendance aux ressources naturelles.

$$FD(i,t) = \beta_1 \text{ PIB par habitant } (i,t) + \beta_2 \text{ PIB par habitant } (i,t) * \text{Exportations de ressources naturelles } (i,t) + \\ + \beta_3 \text{ Exportations de ressources naturelles}(i,t) + \gamma' C(i,t) + \delta' X(i) + \varepsilon(i,t)$$

Tandis que β_1 exprime l'élasticité du crédit privé par rapport au PIB par habitant, β_2 indique si cette élasticité est significativement supérieure ou inférieure dans les pays qui dépendent plus des ressources naturelles. Nous incluons pas d'indicateurs du cadre contractuel ou du

cadre d'information, car nous disposons de peu de variations dans les séries temporelles et de peu de données disponibles pour ces indicateurs. Nous incluons, comme nous l'expliquons ci-dessous, des effets fixes spécifiques aux pays et d'autres variables nationales variant dans le temps. En incluant des effets spécifiques aux pays, nous pouvons efficacement étudier, au fil du temps, les relations qui nous intéressent au sein même des pays et ainsi faire abstraction des variations entre pays.

Le tableau 3 indique que le crédit privé augmente en même temps que le PIB par habitant, mais dans une moindre mesure dans les pays qui dépendent plus des exportations de ressources naturelles. Tandis que l'élasticité du crédit privé par rapport au PIB par habitant est de presque un pour les pays qui n'ont pas d'exportations de ressources naturelles, cette élasticité est significativement plus faible dans les pays où les ressources naturelles sont plus abondantes. Les résultats de la colonne 2 démontrent que l'ouverture générale aux échanges n'est pas le facteur principal de l'interaction significative entre le PIB par habitant et les exportations de ressources naturelles. Bien qu'il existe une élasticité positive entre le crédit privé et la part des échanges, cette élasticité est plus faible dans les pays qui dépendent plus des ressources naturelles. La régression de la colonne 3, d'un autre côté, démontre que la relation s'inverse si l'on se base sur les ressources du sous-sol, qui indique l'abondance de ressources naturelles plutôt que les exportations de celles-ci. Dans les pays où la richesse en ressources naturelles est plus forte, les systèmes financiers se développent à un rythme plus soutenu que dans les autres pays. Cela souligne la différence importante entre la mesure de la dépendance aux ressources et celle de l'abondance, comme l'ont déjà fait remarquer Brunnschweiler and Bulte (2008); cela tend aussi à indiquer que l'abondance des ressources naturelles peut, en effet, être utilisée avantageusement par les pays pour financiariser leur économie. Il est cependant important de remarquer que les ressources du sous-sol sont

mesurées en 2000, c'est-à-dire qu'elles incluent des renseignements disponibles à ce moment-là, mais pas nécessairement en 1960.

Les résultats des colonnes 4 et 5 démontrent que bien que l'appréciation du taux de change réel entraîne une expansion des circuits financiers (même si l'effet économique en est extrêmement réduit), cette relation s'inverse dans les pays où la part des exportations de ressources naturelles est plus élevée. Il s'agit peut-être là du symptôme le plus clair d'un syndrome hollandais, c'est-à-dire que l'évincement des exportations non liées aux ressources du fait de l'appréciation du taux de change peut aussi entraîner une éviction dans le développement financier.

Pour résumer, les économies dominées par les ressources ont des systèmes bancaires de taille moins importante et des marchés boursiers moins liquides que ce que pourrait laisser prévoir leur niveau de développement économique, leur degré de stabilité monétaire et l'efficacité de leur cadre contractuel et de leur cadre d'information. À mesure que l'économie des pays dominés par les ressources se développe, elle se financiarise à un rythme moins rapide que dans les autres pays, bien que ce résultat s'applique plus à la dépendance aux ressources naturelles qu'à l'abondance de ces dernières. Ces résultats sont cohérents avec une explication par la demande et par l'offre, c'est-à-dire qu'une moindre demande pour les services financiers se traduit par un système financier de taille plus réduite, ou que des contraintes pesant sur l'offre empêchent le système financier de se développer. Dans les deux sections suivantes, nous nous concentrons donc d'abord sur les comptes de résultat des banques pour évaluer si les banques, dans les économies qui nous intéressent, diffèrent par leur modèle économique, leur efficacité et leur stabilité, avant de nous tourner vers des données sur les entreprises pour estimer si les clients sont mal desservis dans les économies dominées par les ressources.

4. Les banques dans les économies dominées par les ressources

Alors que la section précédente a avancé des éléments selon lesquels il existe une malédiction des ressources naturelles dans le développement financier, la présente section approfondit le sujet en étudiant le modèle économique, l'efficacité et la stabilité des banques afin de déterminer s'il existe des disparités significatives entre les banques dans des pays qui n'ont pas la même dépendance aux ressources naturelles. Nous nous servons de données tirées de Bankscope pendant la période de 2000 à 2007 pour élaborer et comparer des indicateurs concernant l'orientation commerciale, l'efficacité et la stabilité entre des pays à divers degrés de dépendance aux ressources naturelles. Nous n'incluons que les banques pour lesquelles il existe au moins deux observations, ainsi que les pays dont les données concernent au moins quatre banques. Nous limitons notre échantillon aux 100 plus grandes banques (selon la taille de leur actif) au sein d'un pays, pour que notre échantillon ne soit pas dominé par un pays en particulier. Enfin, nous éliminons les valeurs atypiques pour toutes les variables au moyen d'une winsorisation au niveau du 1^{er} et du 99^{ème} centiles.

Pour comparer l'orientation commerciale des banques, nous utilisons deux indicateurs proposés par Demirguc-Kunt and Huizinga (2010) - le rapport entre services tarifés et résultat d'exploitation total et l'importance du financement hors dépôts dans le financement total - de même que le rapport prêts sur dépôts traditionnel. En outre, nous utilisons le rapport actifs liquides sur actif total. Dans un deuxième temps, nous nous servons de trois indicateurs de l'efficacité des banques. Le premier concerne les frais fixes, calculés en divisant les frais totaux d'exploitation par l'actif total. Nous utilisons ensuite le coefficient d'exploitation, qui mesure les frais généraux par rapport au chiffre d'affaire brut, des rapports plus élevés indiquant un rapport coût-efficacité plus faible. Nous utilisons, troisièmement, la marge d'intérêt nette, qui compare les recettes nettes d'intérêt et le total de l'actif rémunéré. L'efficacité de ces trois indicateurs est décroissante. Afin de comparer la stabilité des

banques entre les pays, nous nous concentrons sur le z-score, que l'on définit comme la somme du rapport capital sur actif et du rendement de l'actif (RDA), divisée par l'écart-type du RDA. Il permet de mesurer la distance, en nombre d'écart-types, qui sépare une banque de l'insolvabilité, il augmente donc en fonction de la solvabilité des banques. Nous évaluons aussi les variations du rapport capital sur actif et du RDA (deux des composantes du z-score) entre les banques et entre les pays.

Nous prenons la moyenne des données sur la période de l'échantillon qui va de 2000 à 2007 et nous effectuons la régression suivante:

$$\text{Banque } (i,j) = \alpha B(i,j) + \beta_1 \text{ PIB par habitant } (j) + \beta_2 \text{ Naturelles}(j) + \varepsilon(i,j)$$

où i représente la banque et j , le pays. B est un ensemble de variables de contrôle au niveau des banques, notamment la taille (mesurée en logs de millions de dollars EU d'actif total), la part de l'actif rémunéré hors prêts dans l'actif total et celle des immobilisations dans l'actif total. Nous neutralisons le log du PIB par habitant pour éviter de brouiller la relation entre le développement économique et la dépendance aux ressources naturelles. Nous appliquons des erreurs-types groupées au niveau du pays, pour permettre une certaine corrélation entre les termes d'erreur des banques au sein des pays, mais pas entre les pays, de façon à tenir compte de facteurs non observés entre les banques dans un pays donné.

Les résultats du Tableau 4 indiquent qu'il existe peu de différences significatives entre les banques, quelle que soit la dépendance aux ressources naturelles du pays dans lequel elles sont présentes. Pour ce qui est du modèle économique, nous ne relevons pas, entre les pays, de différence significative dans la part des revenus provenant de services tarifés, l'importance des financements hors dépôts ou le rapport prêts sur dépôts. Nous remarquons, néanmoins, que la part d'actifs liquides dans l'actif total s'accroît à mesure que l'on passe des pays qui n'exportent pas de ressources naturelles aux économies dominées par les ressources. En ce qui concerne l'efficacité, la seule dimension où le degré de dépendance aux ressources

naturelles semble jouer est le coefficient d'exploitation, qui est significativement plus faible dans les pays qui dépendent plus des ressources naturelles. D'un autre côté, il n'existe pas de différence significative en matière de marge d'intérêt nette ou de frais fixes entre les pays de l'échantillon. Enfin, nous ne trouvons pas que la stabilité des banques soit significativement différente entre les pays étudiés, alors que la disparité de capitalisation et de rentabilité est significative. Les banques dans les économies dominées par les ressources sont significativement mieux capitalisées et plus rentables. Cette rentabilité plus importante explique aussi pourquoi, dans notre analyse, le coefficient d'exploitation des banques dans ces économies est plus faible, alors qu'il n'existe pas de différence significative pour les deux autres indicateurs de l'efficacité. Tous nos résultats se vérifient quand nous utilisons les ressources du sous-sol comme indicateur de la situation du pays en matière de ressources.

Pour résumer, la seule différence significative entre les banques des économies dominées par les ressources naturelles et celles des autres pays est que les banques dans le premier groupe sont mieux capitalisées, plus liquides et plus rentables. Les modèles économiques ou l'efficacité globale de ces banques n'est pas significativement différente non plus. Comme c'est le cas pour les régressions globales, d'après nos résultats, l'efficacité de l'intermédiation ne varie pas.

5. Accès au financement dans les économies dominées par les ressources - données sur les entreprises

Les sections précédentes se sont penchées sur des données globales et des données concernant les fournisseurs pour étudier les différences entre des pays pour qui l'importance des ressources naturelles n'est pas la même, mais passons maintenant aux répercussions éventuelles qu'ont ces variations sur les schémas de financement des entreprises et les obstacles qu'elles rencontrent. Nous nous basons sur les enquêtes de la Banque Mondiale/IFC

Entreprise, menées ces huit dernières années dans plus de 100 pays en utilisant toujours le même instrument d'enquête.⁵ Les enquêtes tentent de cerner ce que les entreprises perçoivent comme étant les obstacles les plus importants à leur fonctionnement et à leur croissance; elles incluent aussi des renseignements détaillés concernant les dispositions des entreprises en matière de gestion et de financement. La taille de l'échantillon va de 250 à 1.500 entreprises par pays et les données sont rassemblées par échantillonnage aléatoire simple ou échantillonnage aléatoire stratifié. On trouve, dans l'échantillon, des entreprises formelles de toutes les tailles, avec divers types d'actionnariat et dans 26 secteurs de la production, de la construction, des services et du transport.

Nous examinons plusieurs questions qui concernent les schémas de financement des entreprises. Nous calculons d'abord la proportion d'entreprises qui dispose d'une facilité de crédit ou de découvert. Ensuite, nous calculons la proportion moyenne du fonds de roulement financée par des sources de financement externe, pour toutes les entreprises d'un pays donné. Enfin, nous calculons la proportion moyenne d'immobilisations financée par des sources de financement externe, pour toutes les entreprises d'un pays donné. Nous étudions aussi une question concernant la demande, à savoir, la proportion des entreprises d'un pays donné qui déclarent que le financement pose un obstacle sévère à leur fonctionnement et à leur croissance.

Les graphiques 2 à 5 montrent la corrélation entre les ressources naturelles et quatre indicateurs du financement des entreprises. Nous avons décelé une relation négative entre (i) la proportion d'entreprises disposant de prêts ou de lignes de crédit, (ii) la proportion moyenne du fonds de roulement financée en externe, (iii) la proportion moyenne de l'investissement dans les immobilisations financée en externe et la dépendance aux ressources

⁵ Pour plus de détails, consulter www.enterprisesurveys.org. Des enquêtes semblables ont été menées précédemment sous l'égide de la Banque mondiale et d'autres IFI en Afrique (REPD), dans les économies en transition d'Europe centrale et orientale (BEEPS) dans les années 1990s et dans le monde entier en 2000 (World Business Environment Survey).

naturelles. La proportion des entreprises qui considèrent le financement comme un obstacle sévère pour leur fonctionnement et leur croissance n'est, en revanche, pas corrélée de façon significative avec les Ressources naturelles. Nous remarquons, cependant, que ces relations négatives sont faibles et qu'elles comportent beaucoup de bruit.

La relation négative entre l'accès au financement externe et les ressources naturelles est constante, quelle que soit la taille des entreprises. Afin d'étudier la relation entre les schémas de financement des entreprises et la dépendance aux ressources naturelles pour différentes catégories de taille, nous calculons à nouveau, au sein de chaque pays, les indicateurs mentionnés ci-dessus pour les petites (moins de 20 salariés), les moyennes (de 20 à 100 salariés) et les grandes entreprises (plus de 100 salariés). Pour chaque catégorie de taille, nous comparons les indicateurs, en prenant la moyenne pour les pays dont les exportations de ressources naturelles sont inférieures à 10 % et pour les pays dont ces exportations sont supérieures à 10 % (Tableau 5, panneau A). À la différence des graphiques de dispersion, nous remarquons des différences significatives entre les entreprises des économies dominées par les ressources et celles des autres pays, quelle que soit la taille.

Le panneau B du tableau 5 révèle des différences significatives entre les entreprises des pays étudiés et celles des autres pays dans leur accès au financement. Nous approfondissons ici notre analyse du processus de demande de prêt des entreprises, en divisant notre échantillon entre les pays dont la moyenne des exportations de ressources naturelles, calculée entre 2000 et 2009, est soit inférieure, soit supérieure à 10 % du PIB. On voit, sur la ligne 1, qu'il est significativement moins probable que les entreprises dans les économies dominées par les ressources aient un prêt en cours, ce qui cadre avec le graphique 2. Parmi celles qui ne disposent pas de prêt, toutefois, la tendance à en demander un ne varie pas de façon significative (ligne 2). Toutefois, parmi celles qui décident de ne pas en faire la demande, un nombre significativement plus élevé d'entreprises dans les économies

dominées par les ressources déclare que c'était dû aux procédures de demande assez lourdes, tandis qu'une part significativement faible de sociétés qui ne demandent pas de prêt l'explique par le fait qu'elles n'en ont pas besoin (lignes 3 - 6). Les autres raisons de ne pas demander de prêt ne varient pas de façon significative. En règle générale, il semble que le fait que les entreprises aient moins recours à des financements externes dans les économies dominées par les ressources ne soit pas dû à des contraintes du côté de la demande.

Le tableau 6 montre que l'on ne peut pas parler d'une moindre pénétration bancaire entre les pays étudiés et les autres. Nous suivons ici le modèle du tableau 2 et effectuons une régression sur la pénétration en nombre d'agences par habitant et le nombre de comptes de dépôt par habitant par rapport (i) au log du PIB par habitant, (ii) au délai d'application d'un contrat, (iii) à l'efficacité de l'échange d'information sur les emprunteurs, (iv) à l'inflation et (v) aux exportations de ressources naturelles ou aux ressources du sous-sol. Nous étudions la pénétration bancaire, mesurée en nombre d'agences bancaires par habitant et en nombre de comptes de dépôt par habitant. L'effet des exportations de ressources naturelles et des ressources du sous-sol est négatif dans toutes les régressions, mais le seul effet significatif est celui des exportations de ressources naturelles dans la régression par rapport aux agences par habitant. Globalement, cela ne permet pas de prouver que la pénétration bancaire est plus faible dans les économies dominées par les ressources.

6. Conclusions

Le but de cet article était de déterminer l'existence d'une malédiction des ressources naturelles dans le développement du système financier. Nous pouvons résumer nos résultats ainsi: le système bancaire est plus petit dans les économies dominées par les ressources et les marchés boursiers y sont moins liquides. L'élasticité de l'expansion des circuits financiers face au revenu y est moins importante, ce qui tend à prouver que les pays riches en ressources

investissent moins dans leur économie à mesure que celle-ci croît. Dans ces pays, la liquidité, la rentabilité et la capitalisation des banques sont meilleures, mais leur modèle économique n'est pas différent de celui des autres pays, tout comme leur efficacité n'est ni supérieure, ni inférieure. Il est moins probable que les entreprises des pays dominés par les ressources aient un prêt en cours, celles-ci financent d'ailleurs une part moins importante de leur fonds de roulement et de leurs investissements dans les immobilisations par des financements externes; en outre, cet écart semble se maintenir quelle que soit la taille de l'entreprise. Cela ne provient cependant pas d'un manque de demande. Il semble aussi que les systèmes financiers dans les économies dominées par les ressources aient des niveaux de pénétration moins élevés.

En règle générale, ces résultats indiquent qu'il existe une malédiction des ressources naturelles dans le développement financier, dont les répercussions sur les économies dominées par les ressources sont négatives. La relation entre finance et croissance semble être tout aussi importante pour les pays riches en ressources qu'elle l'est pour les autres pays, à telle enseigne qu'un sous-investissement dans le secteur financier aura des répercussions négatives à long terme sur la croissance économique. Les caractéristiques des pays et les politiques liées à la financiarisation de l'économie - la stabilité macroéconomique, l'efficacité du système juridique et un cadre de partage de l'information efficace - sont tout aussi importantes dans les économies dominées par les ressources que dans les autres. Il semble qu'il s'agisse surtout là d'un manque d'investissement.

Bibliographie

À compléter.

Tableau 1: Finance et croissance entre les pays

	(1) Croissance du PIB/hab	(2) Croissance du PIB/hab	(3) Croissance du PIB/hab	(4) Croissance du PIB/hab	(5) Croissance du Gini	(6) Croissance du Gini
PIB/hab initial	-0,00356*	-0,00354*	-0,00274	-0,00561***		
Crédit privé	0,00798**	0,00735***		0,0105***	-0,00521**	-0,00467
Inflation	0,00228	0,00185	-0,00067	0,00142	1,30E-05	1,35E-05
Consommation publique	-0,0114**	-0,0112**	-0,0101**	-0,0101**		
Échanges	0,00552**	0,00545**	0,00425	0,00203	-0,00088	-0,00079
Durée de la scolarité	0,00222**	0,00227**	0,00226	0,00308	0,000685	0,000494
Exportations de ressources naturelles	-0,0360**	-0,0284***	-0,0368**		0,0212**	0,00453
Exportations de ressources naturelles*	-0,00657					-0,0108
Crédit privé Engagements à court terme			0,0101***			
Exportations de ressources naturelles*			-0,00912			
Engagements à court terme Ressources du sous-sol				-0,00064		
Ressources du sous-sol Crédit privé				-0,00033		
Gini initial					-0,0173***	-0,0173***
Croissance du PIB/hab					0,0464	0,0533
Constante	0,0462**	0,0450**	0,0412**	0,0699***	0,0578***	0,0581***
Observations	104	104	102	102	64	64
R-carré	0,421	0,419	0,411	0,381	0,322	0,329

Erreurs-types robustes entre parenthèses

*** p<0,01; ** p<0,05; * p<0,1

Tableau 2: Développement financier entre les pays

	(1) Crédit privé	(2) Crédit privé	(3) Engage- ments à court terme	(4) Rapport prêts sur dépôts	(5) Capitalisation boursière	(6) Rotation des marchés boursiers	(7) Structure sur taille	(8) Structure sur efficience
Inflation	-1,750***	-0,39	-1,976***	-0,032	0,106***	-0,0296	0,45	0,00762***
PIB par habitant	0,181***	0,188***	0,178***	0,0349	0,256***	0,0911*	0,128**	-0,000205
Délai d'application de contrat	- 0,000178*	- 0,000132*	-6,72E-05	- 0,000238*	-0,000201	-0,00023	2,62E-05	-1,37E-05
Partage de l'information	0,00568	0,0197	-0,0602**	0,0654***	-0,043	0,0452*	-0,0226	0,00203*
Exportations de ressources naturelles	-0,658***		-0,733***	0,384	0,0148	-0,704***	1,557***	-0,0251**
Ressources du sous-sol		-0,0145**						
Constante	-0,672***	-0,866***	-0,430**	0,610***	-1,303***	-0,243	-0,346	0,0215
Observations	142	149	140	152	106	106	102	103
R-carré	0,662	0,6	0,464	0,178	0,359	0,159	0,193	0,073

Erreurs-types robustes entre parenthèses

*** p<0,01; ** p<0,05; *p<0,1

Tableau 3: Développement financier au fil du temps

	(1) Crédit privé	(2) Crédit privé	(3) Crédit privé	(4) Crédit privé	(5) Crédit privé
PIB par habitant	0,902***	1,100***	1,304***	1,526***	1,544***
Inflation	-0,0538***	-0,0543***	-0,0481***	-0,0393***	-0,0477***
Exportations de ressources naturelles	2,014***	1,655**		-4,034***	
Exportations de ressources naturelles* PIB par habitant	-0,418***	-0,375***		0,205	
Échanges	0,194***	0,505***	1,116***	0,921***	0,924***
Échanges* Exportations de ressources naturelles*		-0,0433***	-0,132***	-0,112***	-0,122***
Taux de change réel				-0,000642*	-0,00279**
Taux de change réel* Exportations de ressources naturelles				0,00608***	
Ressources du sous-sol* PIB par habitant			0,0232***		0,000875
Ressources du sous-sol* Taux de change réel					0,000601**
Constante	-9,005***	-10,43***	-12,50***	-13,43***	-13,45***
Observations	3.428	3.428	4.315	1.803	1.770
R-carré	0,401	0,402	0,317	0,365	0,352
Nombre de pays	148	148	153	86	84

Erreurs-types entre parenthèses
 *** p<0,01; **p<0,05; *p<0,1

Tableau 4: Modèle économique, efficacité et stabilité des banques entre les pays

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
	Revenus de services tarifés	Financement hors dépôts	Rapport prêts sur dépôts	Actifs liquides	Coefficient d'exploitation	Frais fixes	Marge d'intérêt nette	Z-score	Rapport fonds propres sur actif	RDA
Immobilisations	1,444**	-0,0316	- 0,0594***	-0,257	3,546***	0,597***	0,00270**	-0,563*	0,277**	-0,0289
Actifs rémunérés hors prêts	0,192***	0,00139	- 0,0159***	0,542***	0,0378	0,00114	- 0,000186*	- 0,0603***	0,0108	0,000852
Taille	-0,375	0,555**	- 0,0482***	- 1,667***	- 1,695***	- 0,406***	- 0,00284**	-0,43	- 1,988***	-0,0496**
PIB par habitant	0,903	-0,32	0,0245	-0,0552	2,045***	-0,0176	- 0,00363**	2,299***	0,462**	- 0,0988***
Exportations de ressources naturelles	2,447	-1,589	0,223	16,47***	- 24,73***	0,366	0,0162	-1,027	6,302***	2,276***
Constante	19,22	0,0671	2,094***	27,61***	60,36***	8,061***	0,108***	8,565**	33,40***	2,570***
Observations	2.169	3.519	3.447	3.571	3.435	3.460	3.450	3.541	3.570	3.563
R-carré	0,061	0,014	0,136	0,523	0,154	0,408	0,268	0,075	0,341	0,132
Nombre de pays	115	116	116	116	116	116	116	116	116	116

*** p<0,01; **p<0,05; *p<0,1

Tableau 5: Schémas de financement des entreprises et obstacles au financement entre les pays

Panneau A

	Petites entreprises		T-stat de la p-valeur
	Économies dominées par les ressources	Économies non dominées par les ressources	
Financement externe dans le fonds de roulement	23,69716	30,73936	0,0272
Financement externe dans les investissements	28,05876	37,48318	0,0122
Proportion des entreprises disposant d'un prêt	0,2331552	0,3302431	0,0059
Proportion des entreprises confrontées à des obstacles sévères de financement	0,1631476	0,1683972	0,8047

	Moyennes entreprises		T-stat de la p-valeur
	Économies dominées par les ressources	Économies non dominées par les ressources	
Financement externe dans le fonds de roulement	30,1262	39,5093	0,0034
Financement externe dans les investissements	30,29018	41,90347	0,0004
Proportion des entreprises disposant d'un prêt	0,3668703	0,4900358	0,003
Proportion des entreprises confrontées à des obstacles sévères de financement	0,135517	0,1289786	0,7031

	Grandes entreprises		T-stat de la p-valeur
	Économies dominées par les ressources	Économies non dominées par les ressources	
Financement externe dans le fonds de roulement	33,04783	42,82039	0,0095
Financement externe dans les investissements	34,82578	43,39709	0,0216
Proportion des entreprises disposant d'un prêt	0,4958698	0,5982997	0,0243
Proportion des entreprises confrontées à des obstacles sévères de financement	0,1214352	0,111606	0,6147

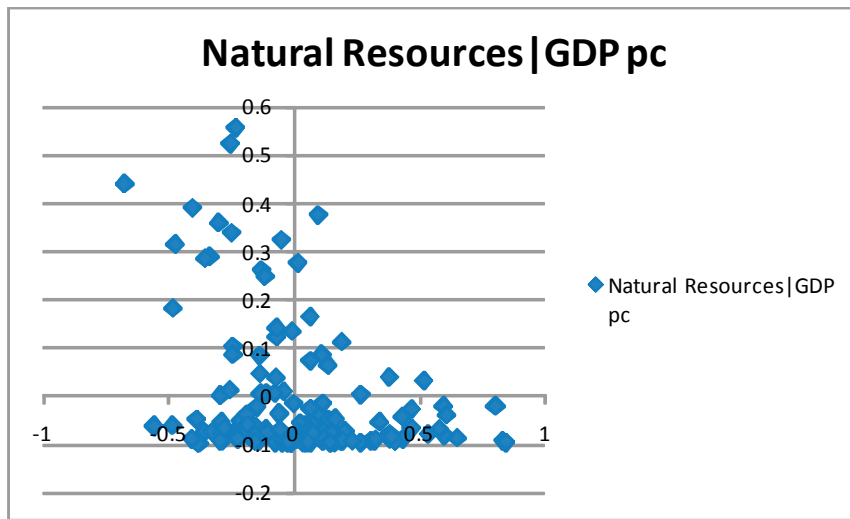
Panneau B

	Économies dominées par les ressources	Économies non dominées par les ressources	T-stat de la p-valeur
Avez-vous un prêt en cours?	0,308	0,421	0,007
Si vous n'avez pas de prêt en cours, en avez-vous demandé un?	0,133	0,134	0,933
Pourquoi n'avez-vous pas fait la demande			
Pas besoin de prêt - l'établissement dispose d'assez de capital	0,473	0,614	0,001
Les procédures de demande de prêt ou de lignes de crédit sont complexes	0,156	0,082	0,000
Les taux d'intérêt ne sont pas favorables	0,143	0,130	0,510
Les garanties demandées sont trop élevées	0,069	0,063	0,646
Ne pensait pas qu'elle serait approuvée	0,074	0,065	0,562

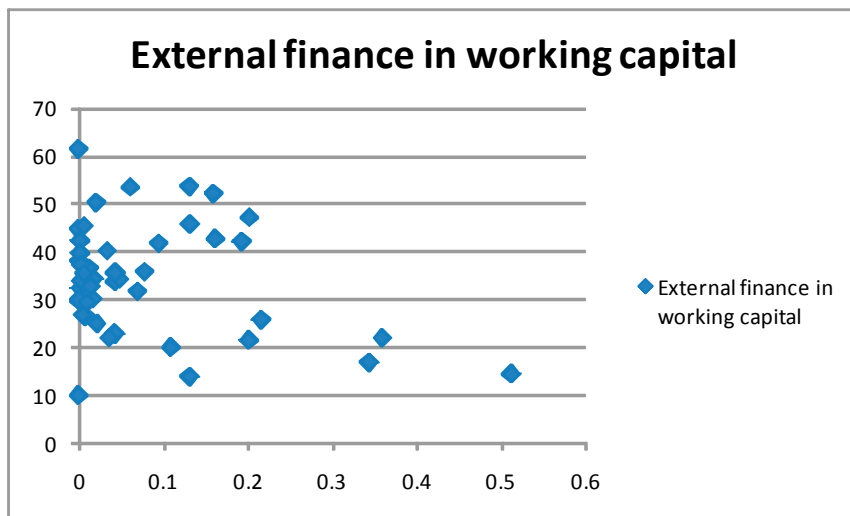
Tableau 6: Pénétration bancaire entre les pays

VARIABLES	(1) Agences par habitant	(2) Comptes par habitant	(3) Agences par habitant	(4) Comptes par habitant
Inflation	-00668	-180,6***	-1,093	-128,8*
PIB par habitant	5,175***	546,8***	5,387***	532,9***
Délai d'application de contrat	0,000966	-0,243	0,000662	-0,137
Partage de l'information	0,0824	-130,8**	-0,0671	-113,6**
Exportations de ressources naturelles	-5,528	-1.267**		
Ressources du sous-sol			-0,0532	-29,82
Constante	-23,81***	-2.449***	-25,48***	-2.447***
Observations	114	82	114	83
R-carré	0,283	0,504	0,302	0,483

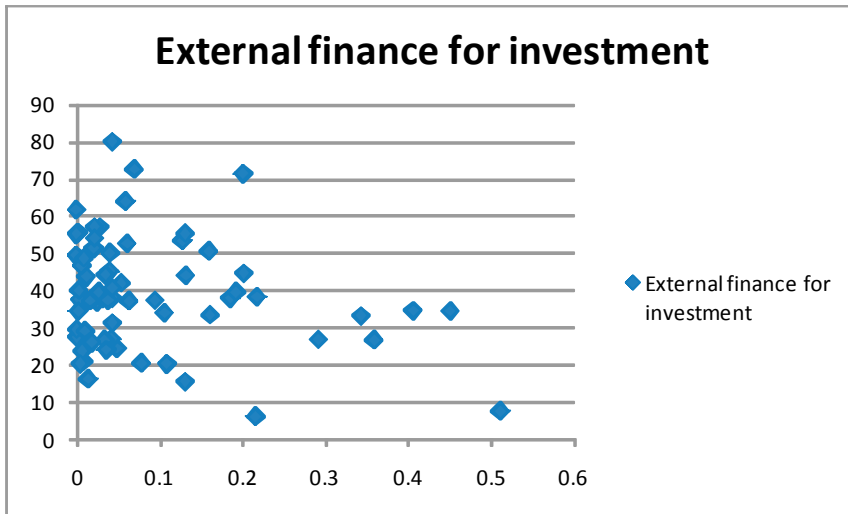
Graphique 1: Développement financier et ressources naturelles



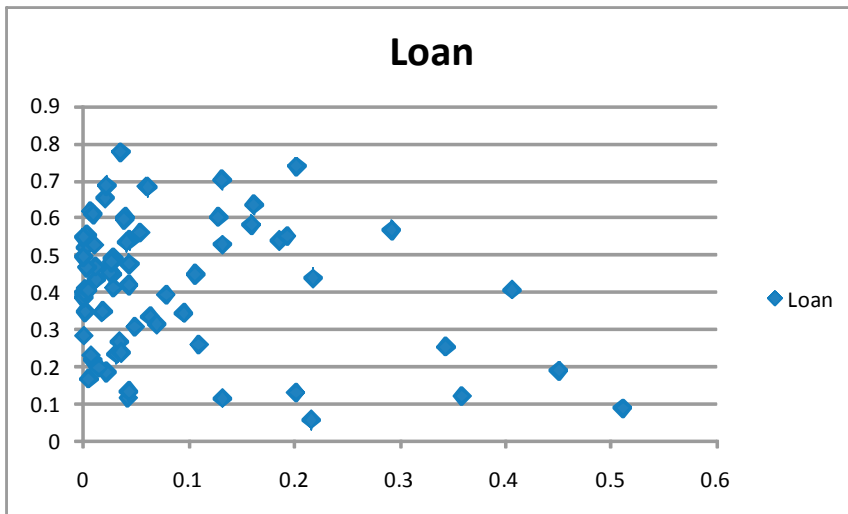
Graphique 2: Financement externe dans le fonds de roulement et dépendance aux ressources naturelles



Graphique 3: Financement externe de l'investissement dans les immobilisations et dépendance aux ressources naturelles



Graphique 4: Proportion des entreprises disposant d'un crédit et dépendance aux ressources naturelles



Graphique 5: Obstacles au financement et dépendance aux ressources naturelles

