

# L'approfondissement et le développement financiers vont de pair

La crise financière mondiale a provoqué une réflexion en profondeur sur les bénéfices et les coûts des flux de capitaux. Le Fonds monétaire international (FMI) est devenu le forum principal de ces discussions à la fois scientifiques et politiques. En décembre 2012, il a ainsi approuvé un schéma d'analyse qui légitime les contrôles des capitaux dans certaines circonstances. Cette décision doit d'abord être mise en rapport avec la stratégie du FMI. La première partie de l'article ci-contre consistera donc en un exposé sur la notion de développement financier. On s'intéressera, ensuite, à quelques recherches actuelles sur les bénéfices et les risques de l'ouverture financière. Trois cas concrets feront, enfin, l'objet d'un exposé succinct.

## Les contrôles de capitaux deviennent envisageables, selon le FMI

Pour le FMI, les contrôles de capitaux sont devenus un instrument de plus dans la boîte à outils de la régulation macroprudentielle. Si toutes les autres mesures macroéconomiques disponibles ne présentent pas l'efficacité souhaitée, les contrôles de capitaux peuvent être envisagés en dernier recours<sup>1</sup>. En pratique, cela peut signifier que si un pays a une monnaie «surévaluée», des réserves officielles abondantes, une inflation et des taux d'intérêt bas, ainsi qu'une économie tendant à la surchauffe malgré des dépenses budgétaires anticycliques, il est possible d'envisager un contrôle des capitaux.

Pour beaucoup d'économistes, il faudrait ajouter l'existence d'une situation de «stress» sur les marchés financiers internationaux et s'assurer que ces contrôles soient temporaires avec une intensité variant en fonction des conditions macroprudentielles. On sait en effet que, à long terme, les économies s'adaptent aux contrôles de capitaux en minant leur efficacité, en créant des rentes qui constituent autant de freins à la dynamique économique, en discriminant les PME et en gênant l'ouverture commerciale. De plus, dans certains pays, les marchés informels sont tellement omniprésents que des contrôles sont illusoire.

La critique la plus fondamentale est que les contrôles de capitaux permettent de reporter des réformes structurelles nécessaires au développement financier, alors qu'une politique proactive serait plus efficace. Une telle stratégie ne peut, toutefois, se décider rapidement sous la pression d'un afflux de capitaux étrangers et elle doit répondre au niveau de développement de l'économie concernée.

## Les trois aspects du développement financier

Le développement financier s'articule principalement autour de trois axes:

1. *L'extension des domaines d'intermédiation financière*, qui se définit par le nombre de catégories de capital faisant l'objet de transactions financières: cela va de la dette

publique au financement des innovations les plus risquées.

2. *L'approfondissement financier* se définit pour chaque domaine par l'étendue des *instruments utilisés*, depuis les dettes bancaires à court terme jusqu'aux actifs contingents (produits dérivés) les plus sophistiqués.
3. Le troisième axe du développement financier se définit en fonction du *type d'agents économiques impliqué*. Une nomenclature pourrait comprendre: a) la banque centrale, b) l'État, c) les entreprises (dont les PME), d) les ménages (en incluant les couches les plus défavorisées), e) les banques, f) les autres institutions financières comme les caisses de pension (intermédiaires financiers informels y compris), g) les investisseurs étrangers (même dans le domaine agricole).

Le *tableau 1* recoupe les deux premiers axes énoncés en les illustrant par une liste non exhaustive d'exemples concrets.

## Quels sont les bénéfices et les risques du développement financier?

Les bénéfices du développement financier sont bien connus, autant sur le plan théorique que dans la pratique. Lorsque les possibilités de financement s'élargissent, les taux d'intérêt et les prime de risque diminuent, ce qui permet de réaliser davantage de projets. Comme, parallèlement, les investissements sont évalués avec davantage de précision et que la diversification internationale des risques s'améliore, ces derniers tendent à s'affaiblir. Le *graphique 1* illustre cette relation en croisant le «home bias»<sup>2</sup> avec le développement financier (représenté ici par la part de marché des obligations privées).

Toutefois, malgré la robustesse des résultats obtenus, un développement du secteur financier trop rapide peut porter en soi des risques à court ou à moyen termes. Ainsi, alors que l'expérience de la zone euro a tenu le monde financier en haleine de 2010 à 2012, il faut rappeler la résilience de l'intégration financière des pays d'Europe de l'Est durant la même période<sup>3</sup>. Une stratégie cohérente à long terme du développement fi-

1 FMI (2011).

2 Le «home bias» est le ratio en logarithme de la part des obligations étrangères dans le total des obligations détenues par des agents économiques d'un pays, en comparaison avec la capitalisation des marchés d'obligations étrangers dans la capitalisation mondiale.

3 Brown et al. (2011).



**Marc Surchat**

Secteur Croissance et politique de la concurrence, Secrétariat d'État à l'économie SECO, Berne

Tableau 1

## Exemples d'instruments du développement financier

Domaines d'intermédiation	Marchés financiers				
		Dettes à court terme	Dettes à long terme	Capital propre	Actifs contingents
	Engagements étatiques	«T-bills»	Obligations à long terme	«Tax sharing»	«Credit-Default-Swaps»
	Immobilier	Crédits de construction	Hypothèques	«Home equity»	Titrisations hypothécaires
	Infrastructures	Escompte, compte courant	Crédits à long terme	Actions	PPP
	Équipements	«Leasing»	Obligations, microcrédits	Actions d'entreprises	Options, assurance incendie
	Actifs à/de l'étranger	Marché des changes	Flux de portefeuille	IDE	«Swaps»
	Capital humain	Cartes de crédit	Prêts pour étudiants		Assurance-vie
	Intangibles		«Junk bonds»	Capital-risque	Fonds de fonds

Source: Surchat / La Vie économique

nancier est donc recommandable pour éviter les risques de déraillement.

Pour établir une telle stratégie, il faut à la fois assurer la crédibilité de la banque centrale ainsi que la solidité et la liquidité des finances des différentes instances publiques, réguler l'activité bancaire et celle d'une foule d'autres intermédiaires financiers avec des instruments imparfaits et potentiellement lourds, gérer les marchés des changes, encourager l'épargne, etc., tout cela sans oublier les autres conditions-cadres nécessaires, en particulier pour les investissements. La crise n'a fait que rendre ce thème encore plus compliqué en exigeant de nouvelles réponses réglementaires face aux institutions «too big to fail», aux effets de réseaux et au potentiel des politiques macroprudentielles. Un

centre financier comme la Suisse dispose des connaissances nécessaires pour relever tous ces défis. Ce n'est pas obligatoirement le cas des pays en développement, où des choix sérieux doivent être faits.

### Les conditions d'un développement financier favorable à la croissance et à la stabilité

Pour mieux comprendre quand et comment le développement financier est plus ou moins favorable à la croissance et à la stabilité, le FMI s'est intéressé à l'approfondissement financier dans le cadre d'un séminaire à Washington en septembre 2012<sup>4</sup>. De l'ensemble des documents mis en discussion, il ressort en résumé les points suivants:

1. Sur le plan théorique, le coût des contrôles financiers (par exemple information sur les débiteurs) et celui des incitations nécessaires au respect des conditions contractuelles (par exemple coûts propres des procédures de faillite) sont les deux éléments centraux. Si les pays émergents adoptaient les meilleures pratiques dans ce domaine, l'impact sur leur PIB serait considérable<sup>5</sup>.
2. Sur le plan empirique, une politique financière peut souvent ne reposer que sur trois indicateurs centraux: a) l'impossibilité pour l'État d'exproprier, b) la protection contre l'appropriation abusive par les créanciers (expropriation par les créanciers) et c) la protection des actionnaires minoritaires (expropriation par les autres actionnaires).
3. Plus concrètement encore, la concurrence entre les banques, l'implication modérée des banques étatiques, l'ouverture aux banques étrangères, la mise en application cohérente des réformes financières et la concurrence sur les marchés des produits constituent, en général, autant d'aspects particuliers d'une politique économique réussie. Ils permettent de renforcer l'impact positif du développement financier sur la croissance et la stabilité.
4. D'autres facteurs environnementaux, souvent exogènes, maximisent l'impact positif de l'approfondissement financier. Ce dernier, semble, par exemple, jouer un rôle particulièrement stimulant pour les pays dont le développement économique est moyen.
5. Le développement du marché des actions est toujours favorable, de même que l'ouverture aux investissements directs à l'étranger (IDE).

Ces derniers points ont été confirmés par l'OCDE (2012), pour laquelle la structure des flux financiers est capable de départager les situations favorables de celles qui sont trop

Encadré 1

### Innovations financières et approfondissement financier

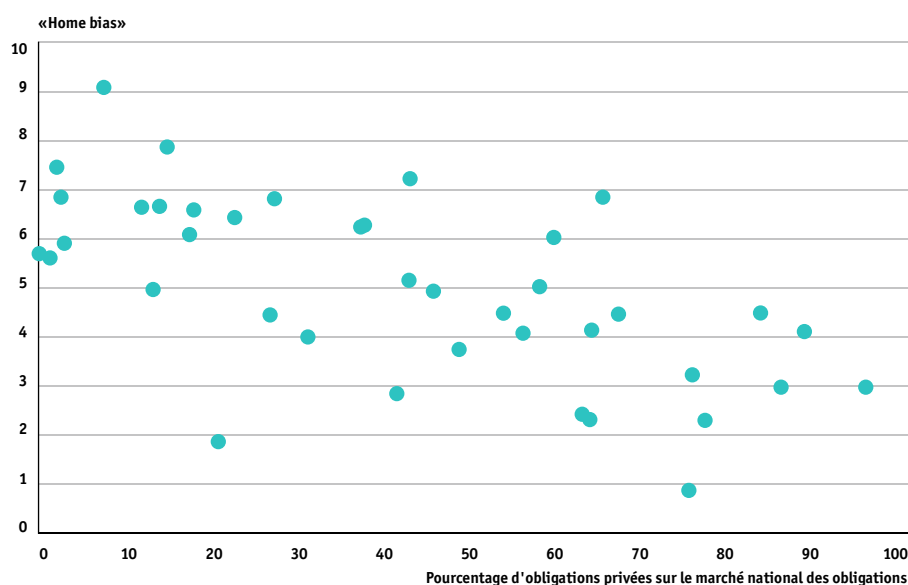
Pour les pays qui dominent les technologies financières, l'approfondissement se signale par la maîtrise des innovations en matière de produits dérivés, dont la complexité est plus élevée que pour les actions. Cette politique de développement financier s'inscrit dans un contexte mondialisé d'innovations et de réseaux de plus en plus interconnectés. La plupart des inventions importantes en matière financière viennent des États-Unis, mais aussi de pays émergents, comme le Kenya (services bancaires sur téléphone mobile). Ces nouveautés et le développement du réseau financier ont généralement un impact positif sur la croissance et sur la stabilité; ils peuvent, toutefois, requérir un apprentissage risqué tant du côté des régulateurs que des investisseurs et des ménages. Il serait souhaitable que s'établisse une étroite collaboration des institutions financières innovantes avec les régulateurs et des régulateurs entre eux au niveau international. Lorsque l'expérience préalable manque, le concept d'approfondissement conseille de trouver des solutions qui font porter le risque sur un capital-actions adéquat, ce qui est souvent la so-

lution la plus simple. À terme, les nouveaux instruments d'analyse des réseaux devraient permettre d'améliorer la qualité du réseau financier en testant les «ratios de capitaux» en fonction de la solvabilité des agents économiques et des instruments choisis.

Ainsi, la Suisse a récemment adopté une législation «too big to fail» qui privilégie les «cocos», autrement dit, des obligations qui se transforment dans certaines circonstances en actions. Plus généralement, l'analyse des réseaux financiers pourrait également aboutir à des recommandations permettant un meilleur découplage entre l'État et les banques (en particulier la privatisation des banques cantonales), une limite à l'endettement public comme «capital propre de réserve», l'ajustement de l'apport de fonds propres dans la prise de nouvelles hypothèques, l'encouragement à l'IPO, etc. Ces analyses sont nécessaires, étant donné que les risques structurels provoqués par les crises financières et renforcés par des déséquilibres financiers globaux considérables sont loin d'avoir disparu.

Graphique 1

Lien entre le développement financier et le «home bias» pour 40 pays, 2006



Source: OCDE (2012) / La Vie économique

risquées lors de la libéralisation de la balance des paiements. Ainsi, la politique économique doit favoriser la qualité des flux financiers en direction de l'approfondissement (plus d'actions, d'IDE, d'engagements à long terme, moins de prêts bancaires à court terme en devises, etc.), sans oublier les politiques de croissance améliorant la résilience (libéralisation du marché des produits, etc.).

#### Réduire les risques à travers l'approfondissement financier

En conclusion, on s'aperçoit que si les pays émergents veulent réduire les risques inhérents à leur développement financier sans payer un coût élevé en termes de croissance, la notion d'approfondissement devrait les guider dans leurs choix. Les politiques favorisant la prise de risque sous forme d'actions ou de produits dérivés doivent ainsi disposer d'une certaine priorité. Des conditions-cadres favorables aux investissements, des incitations aptes à limiter l'effet de levier et l'ouverture aux IDE – y compris ceux provenant de banques étrangères désireuses d'être actives sur le terrain – renforcent la stabilité financière et maximisent l'impact sur la croissance réelle. À l'inverse, un rapide accroissement de l'endettement à court terme en devises auprès de banques situées à l'étranger est un sérieux facteur de risque. Il peut indiquer des faiblesses dans la stratégie de développement financier.

Même lorsqu'il existe des risques de dérapages à cause de flux financiers labiles, le concept d'approfondissement incite à moduler le ratio de capital propre des banques<sup>6</sup>, plutôt que de recourir à d'autres instruments

comme le contrôle des capitaux. En rouvrant le débat, le FMI a donc pris le risque que ses recommandations soient détournées par les pays membres, alors que d'autres instruments de régulation pourraient être tout aussi efficaces.

L'approfondissement financier ne constitue, toutefois, pas un remède miracle. Pour les pays les plus pauvres, la Banque mondiale<sup>7</sup> recommande de commencer avec les éléments de base («basics first»), en s'adaptant aux capacités institutionnelles: l'idée est donc de mettre d'abord sur pied des structures qui, en termes d'information et de régulation, favorisent la circulation et le commerce de capitaux de plus en plus diversifiés. L'approfondissement financier n'a évidemment de sens qu'à partir du moment où les domaines d'intermédiation bénéficient d'une certaine extension, ce qui arrive généralement très vite, même dans les pays les plus pauvres.

#### Trois applications concrètes: la Suisse, le Brésil et le Ghana

Il est possible d'extrapoler des recommandations précieuses pour le développement financier à partir de comparaisons internationales. Un indicateur fréquemment mentionné dans ce sens est le *Financial Development Index* du World Economic Forum (WEF). Il comprend trois piliers:

- la qualité des politiques et des institutions;
- l'engagement des intermédiaires financiers dans l'économie;
- l'accès aux services financiers.

Bien que ces trois aspects diffèrent légèrement de l'approche présentée dans cet article, ils ont l'avantage d'être mieux mesurables et permettent de dégager rapidement des conclusions fiables, comme le montrent ces trois exemples que sont la Suisse, le Brésil et le Ghana.

La Suisse, au neuvième rang dans l'indice du WEF, est exemplaire avec son approche réglementaire par agent financier; sa crédibilité est, en outre, sortie renforcée de la crise. Bien que ses marchés financiers comptent parmi les plus développés, ils comporteraient encore, selon le WEF, quelques faiblesses résiduelles: protection des investisseurs minoritaires, lenteur des procédures de faillite, propriété publique de certaines banques, soupçons de protectionnisme face aux IDE, lacunes dans les informations concernant les débiteurs, etc. Toutefois, la faiblesse principale du pays résiderait encore dans les retards en matière d'innovations financières, en particulier les

4 FMI (2012).

5 Cole, Greenwood et Sanchez (2012).

6 Ce qui, concrètement, consiste à le renforcer.

7 IHEID (2012).

Tableau 2

**Tableau comparatif du développement financier selon le WEF, 2011**

Classement sur 60 pays

	Suisse	Brésil	Ghana
<b>Indice total</b>	9	30	58
Environnement institutionnel	11	41	38
Environnement pour les entreprises	4	50	47
Stabilité financière	2	11	60
Services bancaires	14	41	44
Services non bancaires	19	11	57
Marchés financiers	6	27	59
Accès à la finance	25	23	54

Source: Financial Development Index (WEF) / La Vie économique

introductions en Bourse («initial public offering», IPO) et la titrisation.

Le Brésil dispose maintenant d'une banque centrale crédible qui a su utiliser les contrôles de capitaux de manière circonstanciée en fonction des turbulences internationales traversées par les marchés financiers<sup>8</sup>. Ceux du Brésil ont, à l'inverse, connu un développement très dynamique, tant en ce qui concerne les banques que les entreprises et les ménages – suite, en particulier, à la mise sur pied d'un système centralisé d'information sur la qualité des agents économiques. L'arrivée des banques étrangères sur le marché financier brésilien a permis de stimuler la concurrence et d'introduire de nouvelles technologies. Les obligations d'entreprises à long terme, libellées en monnaie locale, ont maintenant décollé. Ces résultats sont le fruit de la considérable amélioration des infrastructures macroéconomiques: depuis 1995, des règles conditionnelles de comportement se sont progressivement imposées auprès de chaque agent économique, avec des succès notables, comme une inflation crédible, un excédent budgétaire, une ouverture aux IDE et une meilleure intégration sociale. Ce développement rapide du secteur financier brésilien a, toutefois, réservé quelques surprises potentiellement risquées, en particulier le lien inattendu entre l'endettement des ménages et la force du real brésilien. Une telle corrélation justifie l'ouverture par étapes, adoptée par le pays. Malgré ces progrès, il ressort de l'évaluation du WEF que la complexité administrative, légale et sécuritaire (environnement institutionnel et pour les entreprises, efficacité des services bancaires) reste au Brésil une barrière non négligeable pour les investisseurs et les actionnaires.

Le Ghana est l'un des pays les plus mal classés du *Financial Development Index*. Il faut, toutefois, prendre en compte les instruments informels et souvent innovateurs dont disposent ses marchés financiers pour en sai-

sir l'extension et la sophistication<sup>9</sup>; l'absence de données ne permet pas non plus d'établir de jugement définitif. Malgré tout, le défi principal du Ghana reste d'encourager l'épargne pour qu'elle finance les PME locales. Le WEF le souligne, du reste, en reconnaissant que les points faibles du Ghana sont l'accès aux services financiers de base et au financement extérieur par crédit ou par apport de capital propre. Ici également, l'approfondissement financier est essentiel. Selon le schéma de la Banque mondiale, la clé pour que les marchés financiers du Ghana franchissent une nouvelle étape devrait se trouver dans le développement des canaux d'informations relatives aux banques, aux ménages et aux entreprises, dont l'intermédiation financière a besoin. Le pays doit, en outre, se doter des infrastructures nécessaires. La charge administrative est l'une des barrières les plus significatives au développement financier national, bien que certaines pistes – médiateur financier, audit des banques entre elles au lieu de passer par un régulateur, standards sur la microfinance de la Société financière internationale (SFI, une succursale du Groupe de la Banque mondiale), développement d'une régulation de type «traffic lights», possibilités offertes par Internet pour centraliser les informations, etc. – montrent que ce problème est surmontable. Ici, on voit que l'approfondissement financier n'est que la moitié de la réponse.

Ces trois exemples montrent que, si l'approfondissement est au centre du développement financier, ses contours diffèrent en fonction de la structure économique.

## Conclusion

En attendant les progrès dans les recherches en matière de biais cognitifs et d'analyse des réseaux, l'approfondissement des marchés financiers dans ses différentes facettes (IDE, entrepreneuriat, ratio de capitaux des banques, règles conditionnelles des grandes banques, voire innovations financières en direction des actifs contingents, etc.) est le concept qui permet déjà au développement financier d'être, dans de nombreux cas, compatible avec la croissance et la stabilité. Accessoirement, cela fait perdre tout intérêt aux contrôles de capitaux. Dans cette perspective, la poursuite d'une stratégie cohérente de développement financier permet de réaliser des gains potentiels considérables. ■

## Encadré 2

### Bibliographie

- Brown Martin, Ongena Steven, Popov Alexander et Yesin Pinar, «Who Needs Credit and Who gets Credit in Eastern Europe», *Economic Policy*, janvier 2011, n° 65, pp.93-130.
- Cole Harold, Greenwood Jeremy et Sanchez Juan, «Why Doesn't Technology Flow from Rich to Poor Countries», *Federal Reserve Bank of St. Louis working paper series*, octobre 2012, 2012-040A.
- FMI, *Managing Capital Inflows: What Tools to Use*, Staff discussion note authorized by Olivier Blanchard, avril 2011.
- FMI, conférence *Financial Deepening, Macro-Stability, and Growth in Developing Countries*, Washington D.C., septembre 2012. Internet: [www.imf.org/external/np/seminars/eng/2012/spr/index.htm](http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2012/spr/index.htm).
- OCDE, *International Capital Mobility: Structural policies to Reduce Financial Fragility?*, OECD Economics Department Policy Notes, n° 13, juin 2012.
- IHEID, conférence *Financial Sector Development, Growth and Stability*, en collaboration avec le SECO, Genève, octobre 2012. Internet: [http://graduateinstitute.ch/ctei/events/events\\_2012/fdsg.html](http://graduateinstitute.ch/ctei/events/events_2012/fdsg.html).

8 IHEID (2012).

9 IHEID (2012).