

3. Renforcer la croissance par le développement du secteur financier¹

Les pays des régions Moyen-Orient et Afrique du Nord (MOAN) et Caucase et Asie centrale (CAC) doivent accomplir une mission urgente, mais délicate, à savoir stimuler l'investissement et la diversification du secteur privé, afin de renforcer et de pérenniser la croissance. À cet égard, la diversification et la transformation de l'économie passeront par des secteurs financiers solides et dynamiques afin de garantir au secteur privé l'accès à des financements suffisants. Toutefois, le développement financier demeure imparfait dans bon nombre de ces pays. Dans les États non membres du Conseil de coopération du Golfe (CCG), en particulier, les marchés financiers sont insuffisamment développés, et l'instabilité monétaire observée par le passé et les lacunes existant de longue date dans les cadres juridiques ont entravé le développement financier. Dans les pays membres du CCG, l'efficacité des marchés financiers a diminué au cours des 10 dernières années. Dans la plupart des pays des régions MOAN et CAC, le rôle important joué par l'État dans le secteur financier fait figure d'obstacle majeur au développement financier, compte tenu de la prédominance des banques publiques et de la proportion croissante du crédit utilisée pour financer la dette du secteur public. Sur ce point, selon les estimations, les réformes qui visent à faciliter la concurrence dans les systèmes bancaires en réduisant le rôle de l'État, en abaissant les obstacles à l'entrée et en assouplissant les restrictions du compte de capital augmenteront le crédit réel au secteur privé de plus de 5 % et le PIB réel par habitant de presque 2 % après cinq ans. En outre, les réformes devraient s'efforcer d'amplifier le rôle des marchés financiers et, pour ce faire, encourager une plus grande participation des investisseurs institutionnels, créer des marchés d'obligations d'État solides et renforcer l'intégration financière en appuyant la participation des non-résidents. Plus globalement, la consolidation des cadres macroéconomiques et institutionnels est une condition préalable indispensable pour accélérer le développement financier et la croissance, et les politiques du secteur financier devraient viser à élargir les modes de financement accessibles au secteur privé.

3.1 Le développement financier demeure imparfait

Au cours des 20 dernières années, le développement financier s'est amélioré dans les pays des régions MOAN et CAC². Ces progrès sont allés de pair avec un développement économique et ont joué un rôle déterminant pour amplifier une croissance inclusive (encadré 3.1). Pendant les années 90, le rythme des réformes financières s'est nettement accéléré, ce qui a globalement coïncidé avec les avancées observées dans de grands pays émergents d'autres régions (graphique 3.1, page 1). Toutefois, les progrès sur le front du développement financier ont été variables d'une région à l'autre : si la situation s'est légèrement améliorée dans la région CAC, elle n'a pas évolué dans la région MOAN, en particulier à la suite de la crise financière internationale et des Printemps arabes (graphique 3.1, page 2)³. En outre, le rythme des réformes a ralenti et une marge de progression subsiste, notamment en matière de libéralisation des taux d'intérêt (Égypte, Maroc, Oman, Pakistan), d'accroissement de la part du secteur privé dans le secteur bancaire (Algérie, pays du CCG, Égypte, Maroc, Tunisie) et de développement des marchés de capitaux⁴.

Dans les régions MOAN et CAC, les principales caractéristiques qui se détachent sont la forte présence de l'État dans les systèmes bancaires et le faible développement des marchés de capitaux par rapport aux autres régions

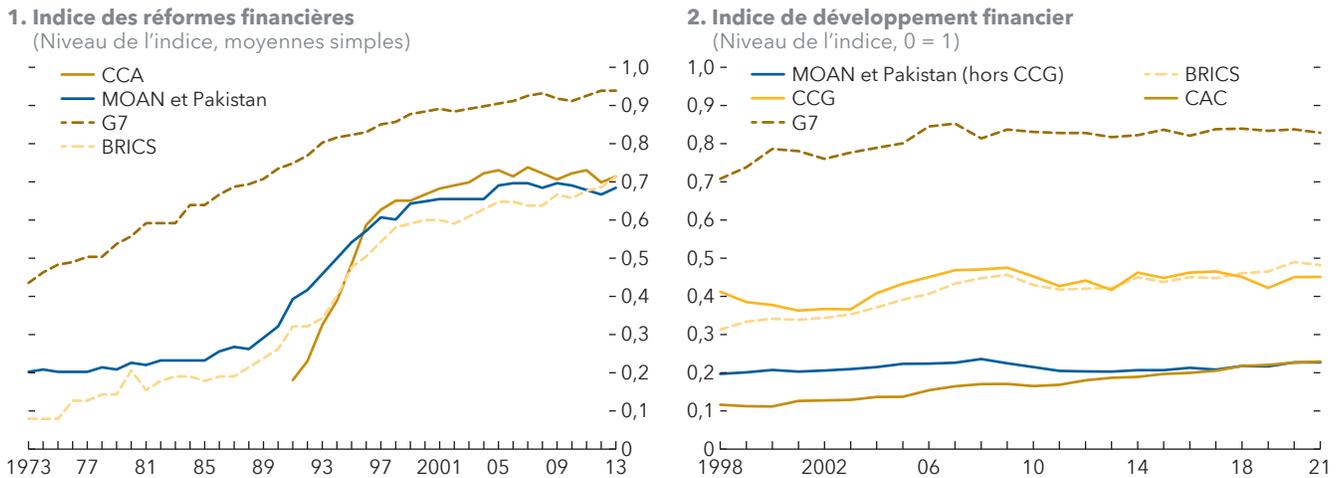
¹Ce chapitre a été préparé par Will Abel, Apostolos Apostolou, Vizhdan Boranova, Seyed Vahid Hassani, Troy Matheson (coauteur principal), Hela Mrabet, Salem Nechi, Thomas Piontek (coauteur principal), Bilal Tabti et Subi Suvetha Velkumar.

²Par souci de concision, toute référence à la région MOAN dans le corps du texte inclut le Pakistan.

³Des précisions sur les indices de développement financier du FMI utilisés dans le présent chapitre sont données à l'adresse <https://data.imf.org/?sk=f8032e80-b36c-43b1-ac26-493c5b1cd33b>. L'indice global de développement financier de chaque pays comprend des indices ayant trait aux institutions financières et aux marchés financiers. Les institutions financières englobent les banques, compagnies d'assurance, fonds de pension, OPCVM et autres institutions financières non bancaires. Les marchés financiers se composent des marchés d'actions et d'obligations. Chaque sous-composante comprend trois sous-indices couvrant la profondeur, l'accès et l'efficacité des institutions et des marchés.

⁴En s'appuyant sur les travaux d'Omori (2022), la base de données actualisée prend en considération sept aspects des réformes financières : le contrôle du crédit et les réserves obligatoires, la libéralisation des taux d'intérêt, l'accès au secteur bancaire, la privatisation des banques, l'ouverture du compte d'opérations financières, les marchés de titres et le contrôle du secteur bancaire.

Graphique 3.1. MOAN et CAC : réformes financières et développement



Sources : base de données des réformes financières (Omori, 2022) ; FMI, indice de développement financier ; calculs des services du FMI.
Note : Pour la page 1, seuls deux pays du CCG (Arabie saoudite et Émirats arabes unis) sont pris en compte dans la base de données des réformes financières et inclus dans le groupe MOAN et Pakistan. BRICS = Brésil, Russie, Inde, Chine, Afrique du Sud ; CAC = Caucase et Asie centrale ; CCG = Conseil de coopération du Golfe ; G7 = Groupe des Sept ; MOAN = Moyen-Orient et Afrique du Nord.

du monde⁵. En outre, dans la région MOAN, les liens d'interdépendance entre l'État et le système bancaire et entre l'État et les marchés de capitaux sont étroits : le secteur public est à l'origine d'une proportion assez importante du crédit du secteur bancaire, ce qui peut évincer les prêts au secteur privé. Les entreprises publiques représentent aussi une part non négligeable de la capitalisation et des transactions sur les marchés de capitaux. Ces particularités expliquent en partie les scores relativement élevés des régions au titre de l'efficacité de leurs institutions financières et les faibles scores s'agissant des marchés de capitaux (graphique 3.2, page 4). Surtout, si la forte rentabilité des banques contribue aux scores d'efficacité élevés des institutions financières, cela pourrait être en partie la conséquence de marges d'intérêt plus grandes en raison d'une concurrence limitée dans les régions MOAN et CAC (graphique 3.2, page 1). Par ailleurs, la faible liquidité des marchés des obligations et des actions est probablement imputable à un manque de diversification des cotations en bourse et au sous-développement des investisseurs institutionnels. Ces facteurs ont restreint la participation à un groupe concentré d'investisseurs⁶.

Certains aspects du développement financier mettent en évidence de plus grandes différences entre les régions.

- En matière de développement financier, les pays du CCG n'ont rien à envier à la plupart des autres pays des régions MOAN et CAC. Cependant, comparés aux pays affichant des niveaux de PIB par habitant similaires ailleurs dans le monde, les pays du CCG sont souvent à la traîne, surtout pour ce qui est du développement des institutions financières (graphique 3.2, pages 2 et 3). En outre, bien que les pays du CCG obtiennent de très bons scores au

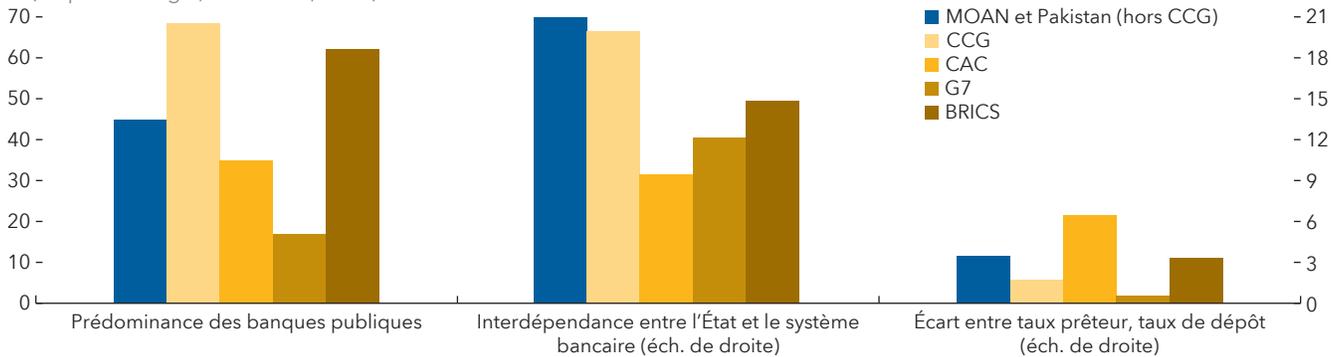
⁵Les banques publiques sont prédominantes dans la région MOAN. La propriété publique se définit par la détention d'une participation majoritaire (plus de 50 % des actifs) par des actionnaires considérés comme « publics, dont des organismes d'État, des communes et des fonds souverains » tel que mentionné par l'ensemble de données de Fitch Ratings Pro. Si les banques détenues par des fonds souverains, en particulier dans le CCG, peuvent opérer en laissant davantage jouer les mécanismes du marché et font l'objet d'une ingérence politique moindre que celles qui sont directement contrôlées par l'État, « la nature même de la structure du capital différencie ces établissements des sociétés privées, puisqu'ils ne cherchent peut-être pas forcément à atteindre l'objectif de maximisation des bénéfices, alors que l'appui de l'État peut conférer un positionnement unique sur le marché », comme indiqué dans l'encadré 3 (FMI, 2024).

⁶Pour les *institutions financières*, les indicateurs de *profondeur* englobent le volume du crédit au secteur privé, les actifs des fonds de pension et des OPCVM rapportés au PIB, les primes d'assurance-vie et d'assurance-dommages rapportées au PIB, l'accès comprend le nombre de succursales bancaires et de GAB pour 1 000 adultes, et l'*efficacité* recouvre la marge d'intérêt nette, l'écart entre les taux prêteurs et les taux de rémunération des dépôts, le revenu autre que les intérêts rapporté au revenu total, les frais généraux rapportés au total des actifs et des indicateurs de rentabilité (rendement des actifs et rentabilité des fonds propres). Pour les *marchés financiers*, les indicateurs de *profondeur* englobent le volume du marché des actions, le volume des actions échangées, le volume des titres de créance internationaux des entreprises publiques, financières et non financières rapporté au PIB, l'accès comprend le pourcentage de la capitalisation boursière en dehors des 10 plus grandes sociétés, le nombre total d'émetteurs de dette, et l'*efficacité* recouvre le volume du marché boursier (actions échangées rapportées à la capitalisation).

Graphique 3.2. Structure du secteur bancaire et développement financier

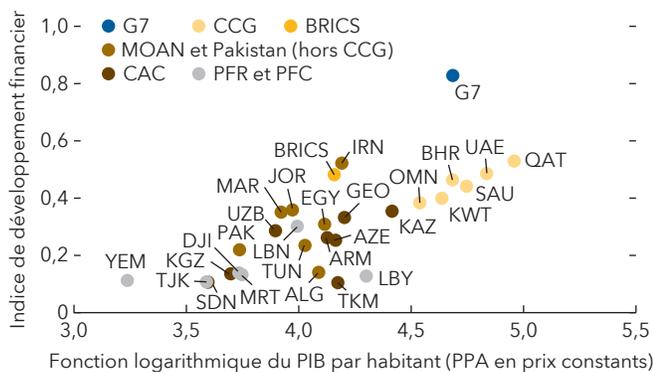
1. Prédominance des banques publiques, interdépendance entre l'État et le système bancaire, et rentabilité

(En pourcentage ; médianes ; 2022)



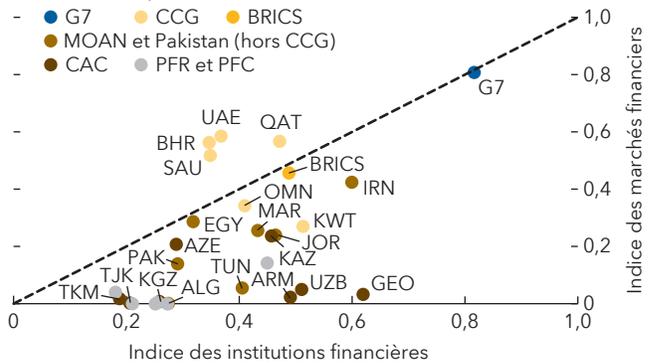
2. Développement financier et PIB par habitant, 2021

(Indice compris entre 0 et 1, et ratio)



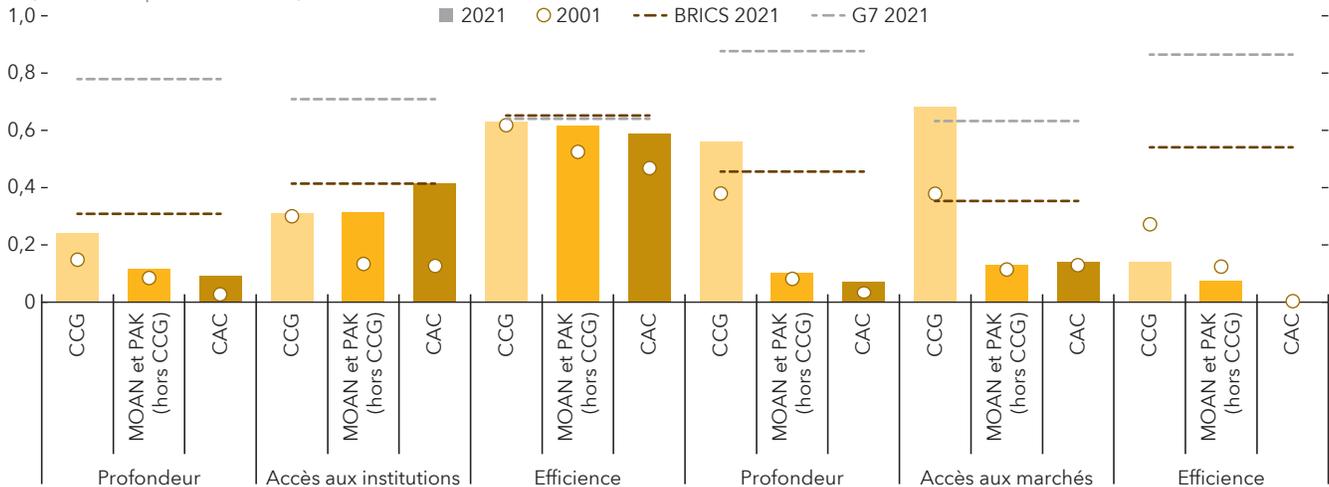
3. Développement des institutions financières et des marchés financiers, 2021

(Indice compris entre 0 et 1)



4. Développement des institutions financières et des marchés financiers par région

(Indice compris entre 0 et 1)



Sources : Banque mondiale, indicateurs du développement dans le monde ; Fitch Connect ; FMI, indice de développement financier ; FMI, Perspectives de l'économie mondiale ; calculs des services du FMI.

Note : Pour les pages 1 et 4, les pays des régions CAC et MOAN (hors CCG) incluent les PFR et les PFC. La prédominance des banques publiques se définit par les actifs détenus par les banques publiques en pourcentage du total des actifs bancaires. L'interdépendance entre l'État et le système bancaire se définit par le crédit au secteur public (les administrations centrales et locales ainsi que les entreprises publiques ; les créances sur la banque centrale sont exclues) en pourcentage du total des actifs bancaires. L'écart entre le taux prêteur et le taux de rémunération des dépôts, qui sert d'indicateur de substitution pour la rentabilité des banques, se définit par l'écart moyen sur cinq ans entre les taux prêteurs et de rémunération des dépôts ; pour le G7, il est mesuré indirectement par l'écart entre les taux d'intérêt à court terme et les rendements obligataires à long terme. Les codes pays utilisés sont ceux de l'Organisation internationale de normalisation (ISO). BRICS = Brésil, Russie, Inde, Chine, Afrique du Sud ; CAC = Caucase et Asie centrale ; CCG = Conseil de coopération du Golfe ; éch. de droite = échelle de droite ; G7 = Groupe des Sept ; MOAN = Moyen-Orient et Afrique du Nord ; PFC = pays fragiles ou en conflit ; PFR = pays à faible revenu.

titre de la profondeur des marchés financiers et de l'accès à ces derniers en moyenne, l'efficacité de leurs marchés a diminué ces 10 dernières années, sachant que la baisse du volume du marché boursier et les grands écarts de cotation ont freiné les transactions sur le marché secondaire des actions dans certains pays (graphique 3.2, page 4). Cette moindre efficacité des marchés, conjuguée à une amélioration plus lente des indicateurs de l'accès aux institutions financières, a fait stagner le développement financier dans les pays du CCG depuis la crise financière internationale. Cela étant, même s'ils ne sont pas évalués directement par les indicateurs de l'accès aux services financiers, les progrès technologiques, dont les paiements par téléphone mobile, les plateformes de financement participatif et les technologies financières, ont ouvert la voie à de nouvelles solutions de prêt et d'épargne, et renforcé l'inclusion financière dans les pays du CCG, notamment pour les femmes et les jeunes⁷.

- Dans les pays de la région MOAN hors CCG, les systèmes financiers demeurent fortement tributaires des banques. Globalement, le développement des institutions financières dans ces pays est nettement en avance sur celui des marchés, même s'il reste en deçà des niveaux observés dans les grands pays émergents à l'échelle mondiale (graphique 3.2, page 3). Cela concorde avec le constat selon lequel les systèmes fondés sur des relations (à savoir au moyen de l'intermédiation financière via des banques) ont tendance à être plus répandus aux premiers stades du développement financier⁸. En outre, la profondeur des institutions financières dans les pays de la région MOAN hors CCG est relativement faible, car les institutions financières non bancaires (fonds de pension, compagnies d'assurance et OPCVM) jouent un rôle assez limité dans les systèmes financiers de la région (graphique 3.2, page 4).
- Dans les pays de la région CAC, la propriété publique est en général moins prédominante dans les secteurs bancaires, même si l'influence de l'État semble aller au-delà de la détention directe du capital des banques⁹. En outre, la rentabilité des banques est généralement plus forte (graphique 3.2, page 1), et a récemment été rehaussée par des entrées massives de capitaux depuis la Russie¹⁰. Dans l'ensemble, le degré de développement des institutions financières est beaucoup plus élevé que le niveau de développement des marchés financiers observé dans tous les pays de la région CAC, ce qui rejoint le fait que leurs systèmes financiers sont en grande partie dominés par des banques (graphique 3.2, page 3). Par ailleurs, au cours des 20 dernières années, la situation des institutions financières a connu une amélioration modeste, mais régulière, l'accès aux services bancaires s'étant développé (graphique 3.2, page 4). Bien que cet état de fait ne soit pas directement pris en compte par les indicateurs évoqués ici, il est important de noter que la région CAC affiche aussi des niveaux de dollarisation relativement élevés, ce qui peut freiner le développement financier (Chakir *et al.*, 2022).

3.2 Des facteurs structurels essentiels pèsent sur le développement financier

Quelques obstacles majeurs permettent d'expliquer le déficit de développement financier observé dans les pays des régions MOAN et CAC ces 20 dernières années. Il ressort d'études antérieures et de données empiriques que, même si certains facteurs comme la stabilité macroéconomique et une gouvernance efficace peuvent favoriser le développement financier, d'autres, parmi lesquels une empreinte de l'État relativement forte sur le secteur financier et une grande dépendance à l'égard des produits de base, peuvent empêcher tout progrès¹¹. À cet égard, de nombreux pays des régions MOAN et CAC sont à la traîne pour ce qui est d'un ou de plusieurs éléments qui facilitent le développement financier (tableau 3.1).

⁷L'essor récent des opérateurs de technologies financières et de services bancaires mobiles modifie le paysage du développement financier (Sahay *et al.*, 2020). Toutefois, il s'agit d'éléments relativement nouveaux, et l'absence de données sur une période suffisamment longue et de données comparatives entre pays empêche leur intégration dans l'indice de développement financier (Svirydenka, 2016).

⁸Les systèmes reposant sur des banques peuvent présenter un avantage comparatif en réduisant les tensions sur les marchés liées à l'asymétrie des informations et au manque de maturité des systèmes juridiques (Rajan et Zingales, 2001).

⁹Par exemple, l'influence du pouvoir politique sur le comportement des institutions financières privées semble faire obstacle au développement financier dans la région. Poghosyan (2022) observe que réduire le rôle de l'État dans les systèmes financiers de la région CAC pourrait accroître l'efficacité de l'intermédiation financière, ce qui renforcerait ensuite le développement financier. Un autre aspect de l'empreinte de l'État sur le secteur est la prédominance des prêts encadrés et bonifiés, comme indiqué dans l'encadré 1 (FMI, 2023a).

¹⁰Voir le chapitre 3 de l'édition d'octobre 2023 des *Perspectives économiques régionales : Moyen-Orient et Asie centrale*.

¹¹Pour les pays de la région MOAN, Farazi, Feyen et Rocha (2013) constatent que les banques publiques se caractérisent par une rentabilité moindre et par davantage de prêts improductifs que les banques privées. Des résultats comparables ont été observés pour le Pakistan (Bonaccorsi di Patti et Hardy, 2005), l'Amérique latine (Micco, Panizza et Yanez, 2007), la Chine (Berger, Hasan et Zhou, 2009), et l'Asie du Sud et l'Asie du Sud-Est (Williams et Nguyen, 2005 ; Micco, Panizza et Yanez, 2007 ; Cornett *et al.*, 2010). Voir l'annexe 3 en ligne pour une synthèse des nombreux ouvrages portant sur le développement financier.

Tableau 3.1. Les principaux facteurs qui sous-tendent le développement financier

(Les couleurs associent l'ampleur de l'écart par rapport aux médianes de l'ensemble de l'échantillon (en blanc) et le signe du coefficient d'impact. La couleur orange indique un écart par rapport à la médiane de l'échantillon qui est préjudiciable au développement financier ; la couleur turquoise illustre l'inverse.)

Groupes	Stabilité monétaire	État de droit	Part du crédit au secteur public	Exposition de l'économie aux ressources naturelles	Rôle des banques publiques
CAC					
CCG					
MOAN hors CCG					
Pays avancés					
Pays émergents					
Direction des effets significatifs sur le système financier	+	+	-	-	-

Sources : indicateurs de développement de la Banque mondiale ; indice de liberté humaine de l'Institut Fraser ; Statistiques financières internationales du FMI ; calculs des services du FMI.

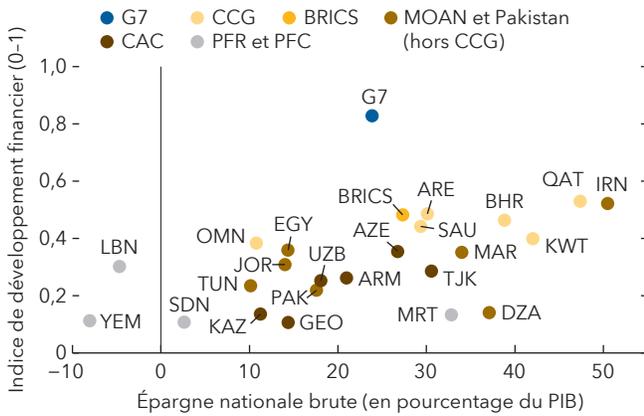
Note : Les cinq premières lignes du tableau montrent où se situent les régions du point de vue des principaux facteurs qui influent sur le développement financier. La dernière ligne fait apparaître le sens des effets, lorsqu'ils sont significatifs, sur le développement financier pour chaque facteur estimé à l'aide d'une régression de panel avec des données concernant 21 pays des régions MOAN et CAC et couvrant la période 2004-21 (voir l'annexe 3 en ligne). CAC = Caucase et Asie centrale ; CCG = Conseil de coopération du Golfe ; MOAN = Moyen-Orient, Afrique du Nord.

- Dans l'ensemble des pays des régions MOAN et CAC hors CCG, l'instabilité monétaire passée, une forte intervention de l'État dans les secteurs bancaires et des systèmes juridiques relativement fragiles ont été des obstacles majeurs au développement financier. En outre, l'absence de solides droits de propriété et droits des créanciers limite la concurrence, érousse l'intérêt des investisseurs et augmente les coûts de financement (Teodoru et Akepanidaworn, 2022 ; Gigineishvili et al., 2023). Parallèlement, les systèmes bancaires de nombreux pays de la région MOAN hors CCG affichent une exposition relativement forte au crédit souverain. Ce lien d'interdépendance entre l'État et le système bancaire (les banques détenant de gros volumes de dette du secteur public) peut évincer le crédit au secteur privé.
- Dans les pays du CCG, le secteur public influe aussi énormément sur les systèmes financiers. Une part considérable des actifs du secteur bancaire a tendance à se composer de dette souveraine, bien que la dette du secteur public demeure assez faible dans la région (sauf à Bahreïn), et les entreprises publiques (dont les banques) ont en général une forte présence sur les marchés de capitaux. Qui plus est, une proportion non négligeable du PIB tributaire du secteur pétrolier pourrait aussi nuire au développement financier dans certains pays puisque les bénéfiques sont plus susceptibles d'être investis à l'étranger (Beck et Poelhekke, 2023). Par ailleurs, la grande dépendance à l'égard de recettes en devises liées au pétrole pourrait accroître la volatilité de la liquidité et accentuer les risques dans les secteurs bancaires nationaux.

Diversifier les sources d'épargne pourra contribuer à débloquer davantage de solutions de financement des investissements du secteur privé et à faciliter le développement financier (graphique 3.3, page 1). Pour ce faire, les pays émergents doivent s'attaquer aux principaux obstacles au développement des marchés de capitaux afin d'opérer une transition entre des systèmes financiers dominés par des banques et des systèmes financiers plus diversifiés. Une mesure capitale allant dans ce sens consiste à créer un marché local des obligations d'État qui offre des actifs sans risque et un taux sans risque correspondant (Chami, Fullenkamp et Sharma, 2010). Cependant, plusieurs difficultés, comme des émissions d'obligations irrégulières, surtout à des échéances plus éloignées, l'absence de transactions sur le marché secondaire et des obstacles à la participation des non-résidents ont entravé le développement de marchés locaux des obligations d'État et d'entreprises dans plusieurs pays des

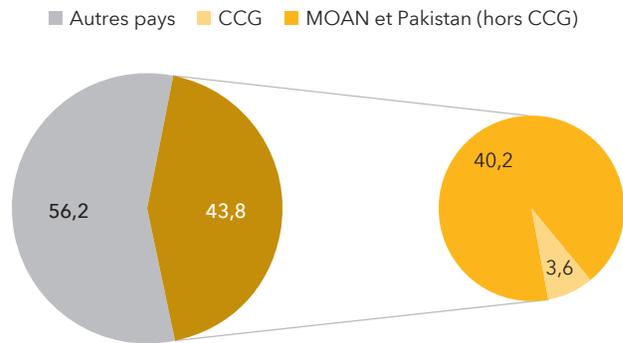
Graphique 3.3. Régions MOAN et CAC : épargne privée, obligations islamiques et marchés d’actions

1. Épargne brute du secteur privé et indice de développement financier



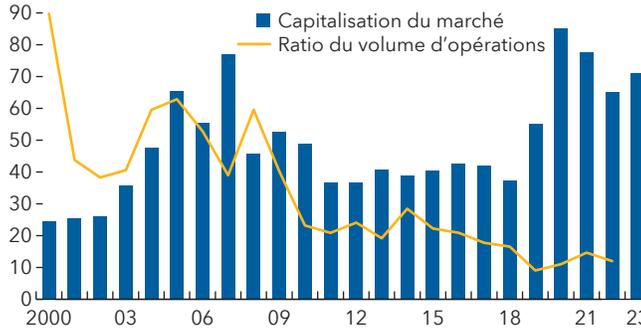
2. Obligations d’État islamiques

(Encours ; en pourcentage du total)



3. Capitalisation boursière et volume du marché boursier

(En pourcentage du PIB ; moyennes simples)



Sources : Banque mondiale, indicateurs du développement dans le monde ; Bloomberg L.P. ; FMI, base de données des *Perspectives de l’économie mondiale* ; FMI, indice de développement financier ; calculs des services du FMI.

Note : La plage 3 inclut les données disponibles pour les pays des régions MOAN et CAC. BRICS = Brésil, Russie, Inde, Chine, Afrique du Sud ; CAC = Caucase et Asie centrale ; CCG = Conseil de coopération du Golfe ; G7 = Groupe des Sept ; MOAN = Moyen-Orient et Afrique du Nord ; PFC = pays fragiles ou en conflit ; PFR = pays à faible revenu.

régions MOAN et CAC¹². Bien que la finance islamique soit une source de financement notable dans certains pays de la région, elle se concentre essentiellement dans la banque islamique, avec l’émission ponctuelle d’obligations islamiques (sukuk) (graphique 3.3, page 2). Point positif, le financement par émission d’actions s’est développé ces dernières années parallèlement à une augmentation de la capitalisation boursière et à une progression des introductions en bourse, surtout dans les pays du CCG. Cela étant, la participation des investisseurs a été freinée par la persistance d’une faible liquidité et de maigres volumes d’échanges, qui ont avant tout concerné les actions de sociétés financières et d’entreprises publiques (graphique 3.3, page 3).

3.3 Des réformes peuvent stimuler le développement financier et la croissance

L’instabilité monétaire observée par le passé, les lacunes présentes depuis longtemps dans les cadres juridiques et la forte empreinte de l’État sur les secteurs financiers ont freiné le développement financier dans la plupart des pays des régions MOAN et CAC. Améliorer la stabilité macroéconomique et l’état de droit fait figure de

¹²En outre, les investisseurs institutionnels comme les compagnies d’assurance et les fonds de pension peuvent aussi jouer un rôle important en proposant des services financiers pour l’épargne longue et le partage des risques, et en tant qu’investisseurs stables dans la dette à plus long terme. Même s’il est délicat d’évaluer l’implication de ces investisseurs dans la région faute de données suffisantes, il existe probablement une marge importante pour promouvoir et développer ces secteurs (Poghosyan, 2022).

priorité absolue pour amplifier la croissance dans les pays des régions MOAN et CAC (voir le chapitre 2 et l'édition d'octobre 2023 des *Perspectives économiques régionales : Moyen-Orient et Asie centrale*). Les estimations empiriques semblent indiquer qu'améliorer les cadres macroéconomiques et juridiques est aussi une condition préalable indispensable pour accélérer le développement financier, les avancées étant susceptibles d'être plus marquées dans les pays des régions MOAN et CAC qu'ailleurs dans le monde (graphique 3.4). En outre, ces progrès pourraient être encore accentués en mettant en œuvre un train de réformes du secteur financier qui vise à lever les autres principaux obstacles au développement financier.

Les réformes du secteur financier étudiées dans ce chapitre sont destinées à réduire la prédominance de l'État dans le secteur bancaire et à encourager l'arrivée de nouveaux venus pour stimuler la concurrence, parallèlement à la suppression des restrictions du compte de capital qui subsistent afin d'élargir la base d'investisseurs¹³. Les résultats montrent que ces réformes financières vont de pair avec des effets durables sur le crédit au secteur privé et la production par habitant dans les régions MOAN et CAC.

Concrètement, le crédit réel au secteur privé augmente de plus de 5 % et le PIB par habitant s'accroît de quelque 2 % cinq ans après la mise en œuvre des réformes (graphique 3.5).

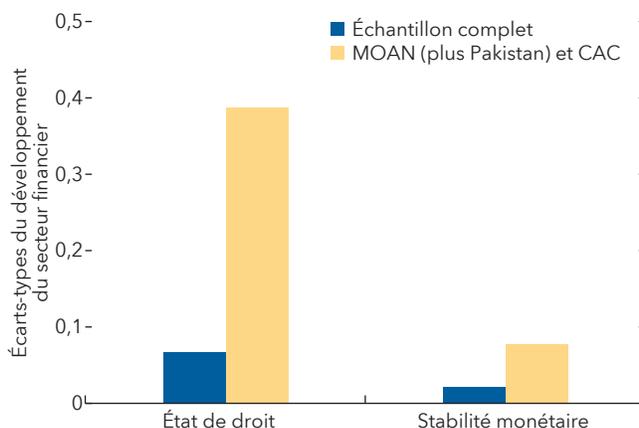
L'examen des différentes réformes menées dans les régions MOAN et CAC montre que celles qui visent à réduire l'empreinte de l'État et à stimuler la concurrence sont corrélées aux effets positifs les plus significatifs. Cinq ans après leur mise en œuvre, ces réformes augmentent le crédit réel au secteur privé de pratiquement 10 % et le PIB par habitant de près de 3 % (graphique 3.6). La levée des restrictions du compte de capital va aussi de pair avec de grandes avancées : le crédit réel au secteur privé progresse de presque 5 % et le PIB par habitant, de près de ½ %.

3.4 Les mesures pour favoriser un développement financier et une croissance durables

Malgré le développement et la diversification des systèmes financiers dans les régions MOAN et CAC, il existe encore une grande marge de progression. La priorité devrait être d'améliorer l'accès au financement, en particulier pour les catégories mal desservies. Le renforcement du développement financier supposera plusieurs mesures concrètes, notamment les suivantes :

- Les dirigeants des pays des régions MOAN et CAC gagneraient à s'attaquer aux risques ayant trait à l'interdépendance entre l'État et le système bancaire tout en encourageant une plus grande participation du secteur

Graphique 3.4. Incidence de l'état de droit et de la stabilité monétaire sur le développement du secteur financier
(Estimations des coefficients du panel)

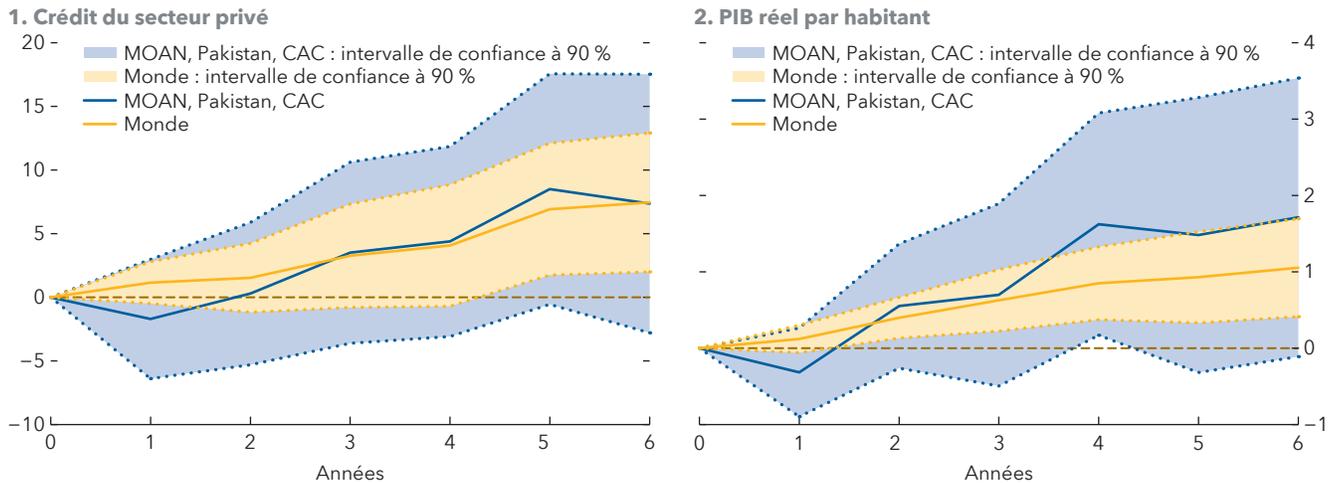


Sources : Banque mondiale, indicateurs de gouvernance mondiale ; Institut Fraser, indice de liberté économique ; FMI, indice de développement financier.

Note : Les variables sont normalisées avant estimation. Les estimations des coefficients sont toutes statistiquement significatives au niveau de 1 %. L'état de droit est tiré des indicateurs de gouvernance mondiale et mesure les perceptions du degré de confiance des agents dans les règles de la société. La stabilité monétaire associe les indices de liberté économique de l'Institut Fraser qui mesurent le niveau et la volatilité de l'inflation. Voir l'annexe 3 en ligne pour plus de précisions. CAC = Caucase et Asie centrale ; MOAN = Moyen-Orient et Afrique du Nord.

¹³Les estimations empiriques s'appuient sur la méthode des projections locales élaborée par Jordà (2005) et sur une base de données des réformes financières actualisée par Omori (2022). Les restrictions du compte de capital sont fréquentes dans de nombreux pays des régions MOAN (hors CCG) et CAC (FMI, 2023b). La suppression des restrictions du compte de capital faciliterait la répartition efficiente du capital et encouragerait l'arrivée de nouveaux intervenants sur le marché.

Graphique 3.5. Incidence du train de réformes du secteur financier
(En pourcentage)



Sources : base de données des réformes financières (Omori, 2022) ; base de données sur les crises bancaires (Laeven et Valencia, 2020) ; Brookings, base de données sur la richesse extérieure des nations (Lane et Milesi-Ferretti, 2018) ; FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale* ; FMI, base de données des Statistiques financières internationales ; calculs des services du FMI.

Note : Une méthode basée sur les projections locales est utilisée pour évaluer l'incidence des réformes financières. Il est supposé qu'un train de réformes financières est adopté au cours de la première année. Ce train de réformes se définit par la somme des changements de politique du secteur financier entre deux années au regard des aspects suivants : i) la privatisation des banques, ii) l'accès de nouveaux entrants au secteur bancaire et iii) les transactions au compte d'opérations financières, en s'appuyant sur la base de données des réformes financières (voir l'annexe 3 en ligne). CAC = Caucase et Asie centrale ; MOAN = Moyen-Orient et Afrique du Nord.

privé dans les systèmes bancaires. Les mesures à court terme pourraient notamment consister à 1) soumettre les banques à des tests de résistance afin d'évaluer les risques imputables à leur dépendance par rapport à l'État, 2) constituer des amortisseurs et confier des missions claires et bien définies aux banques publiques et 3) adapter les instruments de surveillance comme les tests de résistance aux profils de risque des banques afin d'accroître la résilience¹⁴. Les stratégies à moyen terme devraient quant à elles privilégier les réformes du secteur bancaire qui réduisent les obstacles à l'entrée, renforcent les normes prudentielles et mettent en avant des solutions de technologies financières et de dématérialisation en vue d'améliorer l'inclusion financière des entreprises qui ne font pas partie du système bancaire classique (Vera-Martin *et al.*, 2019).

- Dans les pays du CCG, les politiques du secteur financier devraient rester axées sur l'atténuation des risques macro-financiers, liés par exemple à la participation accrue des institutions financières non bancaires et à la transformation numérique. Les mesures prises devraient aussi viser à développer davantage les marchés financiers, en particulier pour améliorer l'efficacité des marchés. Encourager une plus grande participation des investisseurs institutionnels, comme les fonds de pension et les compagnies d'assurance, et renforcer l'intégration financière en attirant une base d'investisseurs plus large et en appuyant la participation des non-résidents pourraient en particulier accroître l'efficacité. Par ailleurs, renforcer la gouvernance des entreprises, réduire les restrictions à la présence étrangère sur les marchés de capitaux et consolider la protection des investisseurs peut contribuer à diversifier le profil de ces derniers. Ces réformes ouvriront ensuite la voie à des modes de financement de projets plus variés à des fins de diversification (Catalan, Impavido et Musalem, 2000). Toutefois, les autorités devront peser les avantages et les inconvénients de la participation d'investisseurs non résidents puisque ceux-ci pourraient être plus sensibles à la situation du marché international et accentuer la volatilité des marchés locaux. Les technologies financières, notamment le financement participatif, les prêts interentreprises et le financement de factures, peuvent compléter ces mesures (Lukonga, 2018). Les pays du CCG ont progressé sur de nombreuses initiatives de transformation numérique et de technologies financières, notamment en mettant en place des espaces d'expérimentation réglementaires, en autorisant des banques numériques (Arabie saoudite et Émirats arabes unis) et en créant des pôles

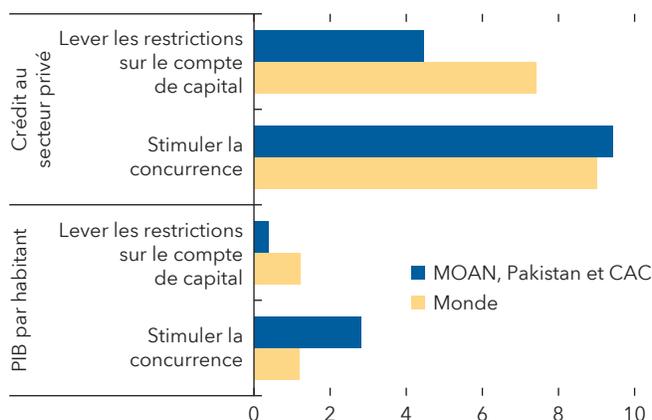
¹⁴Voir Adams *et al.* (2022) pour plus de précisions sur les propositions de mesures liées aux banques publiques.

de technologies financières. Les pays du CCG envisagent aussi sérieusement d'utiliser des monnaies numériques de banque centrale. Cependant, la prudence est de mise : il convient notamment de procéder à une analyse coûts-avantages minutieuse et d'étudier les risques liés à la stabilité financière. Enfin, les autorités nationales devraient continuer à appliquer des réglementations axées à la fois sur les activités et sur les entités, qui soient adaptées à la taille, à la complexité et au profil de risque des sociétés de technologies financières.

- Le développement des marchés permettrait aux pays des régions MOAN et CAC hors CCG de diversifier leurs bases d'investisseurs et d'équilibrer leur système financier. Pour l'essentiel, ces pays s'appuient sur des systèmes financiers centrés sur des banques. Par conséquent, les principales stratégies consistent notamment à développer les marchés des obligations d'État, à harmoniser les réglementations des marchés de capitaux avec les normes internationales et à moderniser les infrastructures des marchés de capitaux (édition d'octobre 2018 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde). Il est essentiel de créer des marchés d'obligations d'État solides dans l'optique de fixer un niveau de référence pour les taux d'emprunt du secteur privé, de faciliter la mise en œuvre d'une politique monétaire efficace et de contribuer à la gestion de la liquidité (FMI-Banque mondiale, 2021). Il est indispensable d'harmoniser les réglementations des marchés de capitaux avec les normes internationales et de moderniser les infrastructures de ces marchés pour attirer des investissements étrangers et favoriser la liquidité des transactions. En outre, afin de garantir la stabilité du secteur financier, il est capital de stimuler la croissance des institutions financières non bancaires en améliorant les réglementations et les contrôles, et de renforcer la gestion des risques en établissant des registres de crédit (édition d'avril 2023 du Rapport sur la stabilité financière dans le monde).
- Une gestion efficace des nouveaux risques et défis est fondamentale pour garantir la stabilité financière dans le contexte du développement financier. À titre d'exemple, pour tirer parti de l'accroissement des flux internationaux tout en atténuant les risques connexes, un dosage judicieux de mesures macrofinancières s'avère crucial et pourrait inclure des interventions sur le marché des changes, des mesures macroprudentielles et des mesures de flux de capitaux (Garcia Pascual, Singh et Surti, 2021). Les dispositifs de réglementation et de contrôle devront aussi être modernisés pour être en phase avec les objectifs de développement financier fixés par les autorités (Sinha, 2012 ; Zhu, Zhang et Zhang, 2023). Dans ce contexte, plusieurs garde-fous sont essentiels, parmi lesquels 1) exercer une surveillance approfondie au moyen de ressources suffisantes ; 2) encourager une gestion des risques plus solide, d'autant que la participation des institutions financières non bancaires augmente ; 3) appliquer des réglementations prudentielles appropriées et exhaustives (par exemple des outils de gestion des capitaux et de la liquidité) ; et 4) combler les déficits de données pour aider les intervenants sur le marché et les autorités de contrôle à mener une évaluation des risques pertinente et ponctuelle. Par ailleurs, l'utilisation d'instruments macroprudentiels doit aller de pair avec le développement financier pour neutraliser les risques systémiques.

Graphique 3.6. Incidence sur 5 ans de certaines réformes du secteur financier

(En pourcentage)



Sources : base de données des réformes financières (Omori, 2022) ; base de données sur les crises bancaires (Laeven et Valencia, 2020) ; Brookings, base de données sur la richesse extérieure des nations (Lane et Milesi-Ferretti, 2018) ; FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale* ; FMI, base de données des Statistiques financières internationales ; calculs des services du FMI.

Note : La réforme visant à « lever les restrictions sur le compte de capital » est mesurée indirectement par l'évolution annuelle de l'indice des transactions au compte d'opérations financières, alors que celle consistant à « stimuler la concurrence » l'est par la somme des variations entre deux années des indices de la privatisation et de l'accès de nouveaux entrants au secteur bancaire en s'appuyant sur la base de données des réformes financières (voir l'annexe 3 en ligne). L'incidence sur 5 ans des réformes du secteur financier à l'échelle mondiale est statistiquement significative au niveau de 10 %. Pour les régions MOAN et CAC, l'incidence sur 5 ans du train de réformes et des réformes de la concurrence est significative au niveau de 25 %. CAC = Caucase et Asie centrale ; MOAN = Moyen-Orient et Afrique du Nord.

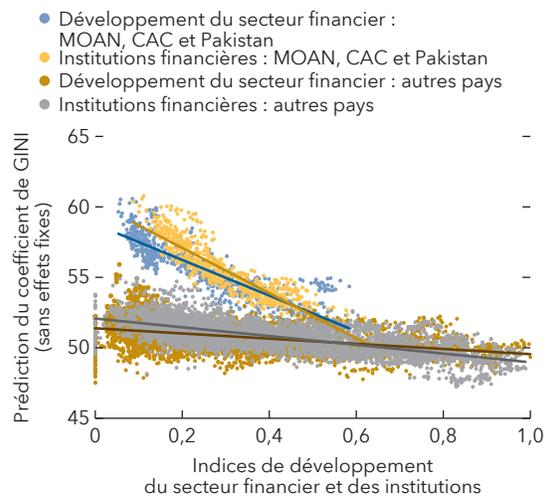
Encadré 3.1. Comblant l'écart : comment le développement financier réduit les inégalités

Le développement financier est susceptible de combler les grands écarts de revenu et de richesse observés dans l'ensemble des pays des régions MOAN et CAC (Blancher *et al.*, 2019). Il joue un rôle essentiel pour amplifier la croissance en améliorant la répartition des ressources, en augmentant l'investissement et en stimulant l'innovation (Sahay *et al.*, 2015). En outre, il agit sur les inégalités à de nombreux titres, essentiellement en améliorant l'accès aux services financiers d'un plus large pan de la population. Par exemple, les institutions de microfinancement en Égypte, au Kazakhstan et au Maroc ont aidé les populations des zones mal desservies à créer des entreprises, réduisant ainsi la pauvreté et les inégalités. Les services financiers numériques (dont les services bancaires mobiles) en Azerbaïdjan, en Égypte, en Géorgie et en Jordanie ont élargi l'accès aux services financiers, surtout dans les zones rurales.

Le développement financier peut avoir des effets opposés sur les inégalités. D'une part, il peut réduire les inégalités en donnant aux citoyens qui disposent de revenus plus modestes un meilleur accès aux services bancaires, au crédit et aux possibilités d'investissement, ce qui leur permet de créer des entreprises, d'investir dans l'éducation et d'améliorer leurs moyens de subsistance, et réduit ainsi l'écart de revenu (baisse du coefficient de Gini). D'autre part, il pourrait accentuer les inégalités si les personnes fortunées, qui souvent accèdent plus facilement à ces services financiers et possibilités d'investissement, en tirent davantage profit, creusant ainsi l'écart de revenu (hausse du coefficient de Gini).

Les données empiriques semblent indiquer que renforcer le développement financier, surtout dans les institutions financières, réduit les inégalités de revenu dans les pays des régions MOAN et CAC. Ces derniers connaissent en particulier une diminution plus rapide des inégalités que le reste du monde dans le contexte des progrès en matière de développement financier (graphique 3.1.1 de l'encadré), sachant qu'un secteur financier plus développé augmente la capacité de prêt, ce qui accroît beaucoup plus le revenu des personnes pauvres et réduit plus efficacement la pauvreté et les inégalités. Cela va dans le sens des études publiées qui montrent que les pays affichant des inégalités plus fortes bénéficient davantage du développement financier (Beck, Demirguc-Kunt et Levine, 2004). Ces conclusions soulignent l'importance de renforcer le développement financier dans les régions MOAN et CAC.

Graphique 3.1.1 de l'encadré. Inégalités et développement du secteur financier



Sources : FMI, base de données sur les inégalités mondiales ; FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale* ; FMI, indice de développement financier ; calculs des services du FMI.
Note : CAC = Caucase et Asie centrale ; MOAN = Moyen-Orient et Afrique du Nord.

Bibliographie

- Adams, Mark, Hanife Yesim Aydin, Hee Kyong Chon, Anastasiia Morozova, and Ebru Sonbul Iskender. 2022. "Regulating, Supervising, and Handling Distress in Public Banks." IMF Departmental Paper 22/010, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Beck, Thorsten, Asli Demirguc-Kunt, and Ross Levine. 2004. "Finance, Inequality, and Poverty: Cross-Country Evidence." Policy Research Working Paper 3338, World Bank, Washington, DC.
- Beck, Thorsten, and Steven Poelhekke. 2023. "Follow the Money: Does the Financial Sector Intermediate Natural Resource Windfalls?" *Journal of International Money and Finance* 130: 102769.
- Berger, Allen N., Iftekhar Hasan, and Mingming Zhou. 2009. "Bank Ownership and Efficiency in China: What Will Happen in the World's Largest Nation?" *Journal of Banking & Finance* 33 (1): 113–30.
- Blancher, Nicolas R., Maximiliano Appendino, Aidyn Bibolov, Armand Fouejieu, Jiawei Li, Anta Ndoye, Alexandra Panagiotakopoulou, Wei Shi, and Tetyana Sydorenko. 2019. "Financial Inclusion of Small and Medium-Sized Enterprises in the Middle East and Central Asia." IMF Departmental Paper 19/02, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Bonaccorsi di Patti, Emilia, and Daniel C. Hardy. 2005. "Financial Sector Liberalization, Bank Privatization, and Efficiency: Evidence from Pakistan." *Journal of Banking and Finance* 29 (8-9): 2381–406.
- Catalan, Mario, Gregorio Impavido, and Alberto R. Musalem. 2000. "Contractual Savings or Stock Market Development: Which Leads?" *Journal of Contextual Economics-Schmollers Jahrbuch* 3: 445–87.
- Chakir, Selim, Maria Atamanchuk, Mazin Al Riyami, Nia Sharashidze, and Nathalie Reyes. 2022. "Reducing Dollarization in the Caucasus and Central Asia." IMF Working Paper 22/154, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Chami, Ralph, Connel Fullenkamp, and Sunil Sharma. 2010. "A Framework for Financial Market Development." *Journal of Economic Policy Reform* 13 (2): 107–35.
- Cornett, Marcia Millon, Lin Guo, Shahriar Khaksari, and Hassan Tehranian. 2010. "The Impact of State Ownership on Performance Differences in Privately-owned versus State-owned Banks: An International Comparison." *Journal of Financial Intermediation* 19 (1): 74–94.
- Farazi, Subika, Erik Feyen, and Roberto Rocha. 2013. "Bank Ownership and Performance in the Middle East and North Africa Region." *Review of Middle East Economics and Finance* 9 (2): 159–96.
- Garcia Pascual, Antonio, Ranjit Singh, and Jay Surti. 2021. "Investment Funds and Financial Stability: Policy Considerations." IMF Departmental Paper 2021/018, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Gigineishvili, Nikoloz, Iulia Ruxandra Teodoru, Narek Karapetyan, Yulia Ustyugova, Jean van Houtte, Jiri Jonas, Wei Shi, and others. 2023. "Paving the Way to More Resilient, Inclusive, and Greener Economies in the Caucasus and Central Asia." IMF Departmental Paper 2023/004, International Monetary Fund, Washington, DC.
- International Monetary Fund (IMF). 2023a. "Kazakhstan: 2023 Article IV Consultation—Press Release; and Staff Report." IMF Country Report 2024/046, International Monetary Fund, Washington, DC.
- International Monetary Fund (IMF). 2023b. "Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 022." Monetary and Capital Markets Department, International Monetary Fund, Washington, DC.

- International Monetary Fund (IMF). 2024. "Saudi Arabia: 2024 Article IV Consultation—Press Release; and Staff Report." IMF Country Report 2024/280, International Monetary Fund, Washington, DC.
- International Monetary Fund (IMF) and World Bank. 2021. "Guidance Note for Developing Government Local Currency Bond Markets." Analytical Notes 2021/001, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Jordà, Òscar. 2005. "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections." *American Economic Review* 95 (1): 161–82.
- Laeven, Luc, and Fabian Valencia. 2020. "Systemic Banking Crises Database II." *IMF Economic Review* 68: 307–61.
- Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti. 2018. "The External Wealth of Nations Revisited: International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis." *IMF Economic Review* 66: 189–222.
- Lukonga, Inutu. 2018. "Fintech, Inclusive Growth and Cyber Risks: Focus on the MENAP and CCA Regions." IMF Working Paper 2018/201, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Micco, Alejandro, Ugo Panizza, and Monica Yanez. 2007. "Bank Ownership and Performance. Does Politics Matter?" *Journal of Banking & Finance* 31 (1): 219–41.
- Omori, Sawa. 2022. "Introducing the Revised and Updated Financial Reform Database." *Journal of Financial Regulation* 8 (2): 230–40.
- Poghosyan, Tigran. 2022. "Financial Development and Growth in the Caucasus and Central Asia." IMF Working Paper 2022/134, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Rajan, Raghuram G., and Luigi Zingales. 2001. "The Influence of the Financial Revolution on the Nature of Firms." *American Economic Review* 91 (2): 206–11.
- Sahay, Ratna, Martin Cihak, Papa N'Diaye, Adolfo Barajas, Diana Ayala Pena, Ran Bi, Yuan Gao, and others. 2015. "Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets." IMF Staff Discussion Note 15/08, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Sahay, Ratna, Ulric Eriksson von Allmen, Amina Lahreche, Purva Khera, Sumiko Ogawa, Majid Bazarbash, and Kimberly Beaton. 2020. "The Promise of Fintech: Financial Inclusion in the Post COVID-19 Era." IMF Departmental Paper 2020/009. International Monetary Fund, Washington, DC.
- Sinha, Anand. 2012. "Financial Sector Regulation and Implications for Growth." BIS Papers, No 62.
- Svirydzhenka, Katsiaryna. 2016. "Introducing a New Broad-Based Index of Financial Development." IMF Working Paper No. 2016/005, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Teodoru, Iulia Ruxandra, and Klakow Akepanidaworn. 2022. "Managing Financial Sector Risks from the COVID-19 Crisis in the Caucasus and Central Asia." IMF Departmental Paper 2022/005, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Vera-Martin, Mercedes, Dominique Fayad, Rayah Al-Farah, Sergejs Saksonovs, Wei Shi, and Fang Yang. 2019. "Promoting Inclusive Growth in the Caucasus and Central Asia." IMF Departmental Paper 2019/008. International Monetary Fund, Washington, DC.
- Williams, Jonathan, and Nghia Nguyen. 2005. "Financial Liberalization, Crisis, and Restructuring: A Comparative Study of Bank Performance and Bank Governance in South East Asia." *Journal of Banking & Finance* 29 (8–9): 2119–54.
- Zhu, Chaowei, Fan Zhang, and Yuling Zhang. 2023. "Revisiting Financial Opening and Financial Development: A Regulation Heterogeneity Perspective." *Economic Analysis and Policy* 80: 181–97.