



LE RENFORCEMENT DE LA SURVEILLANCE DU SECTEUR FINANCIER DANS LES PAYS À FAIBLE REVENU — ÉTUDES DE CAS

16 avril 2012

Approuvé par
Siddharth Tiwari,
Ratna Sahay, et
Antoinette Sayeh

Préparé par une équipe interdépartementale dirigée par Mary Zephirin (MCM) et Ritu Basu (SPR), avec la contribution d’Era Dabla-Norris (SPR), et composée de Sarwat Jahan (SPR), Abdullah Al-Hassan, Arto Kovanen, Obert Nyawata, Maria Oliva, et Wilson Varghese (tous de MCM), Mame Diouf, François Boutin-Dufresne, Rogelio Morales, et Yibin Mu (tous d’AFR), avec les orientations de David Marston (SPR), Kal Wajid (MCM), et Anne-Marie Gulde-Wolf (AFR).

TABLE DES MATIÈRES

I. INNOVATION FINANCIÈRE AU KENYA : L'EXPÉRIENCE M-PESA	7
A. Contexte	7
B. Principales caractéristiques des opérations bancaires mobiles au Kenya	8
C. Comment expliquer la réussite de M-Pesa?	10
D. Enseignements et gestion des risques	13
E. Conclusion	14
II. PHILIPPINES : PAIEMENTS MOBILES	16
A. Conditions initiales	16
B. Stimuler l'accès financier par l'innovation technologique	16
C. Éliminer les goulets d'étranglement et atténuer les risques	17
D. Impact	21
E. Conclusion	22
III. ACCÈS AUX MARCHÉS FINANCIERS : L'EXPÉRIENCE OUGANDAISE	25
A. Généralités sur le système financier	25
B. Comment s'attaquer au problème	26
C. Comment évaluer les conséquences	29
D. Contraintes institutionnelles et risques	30
E. Conclusion	34
IV. L'INTERMÉDIATION BANCAIRE FORMELLE DANS LES ÉCONOMIES EN TRANSITION	37

A. Situation initiale _____	37
B. Développement de l'intermédiation : des rythmes variables _____	38
C. Évolution du système bancaire pendant la période qui a précédé la crise _____	42
D. Conclusion _____	43
V. NÉPAL : DÉVELOPPEMENT DES MARCHÉS INTERBANCAIRES ET DES OPÉRATIONS DE LA BANQUE CENTRALE _____	45
A. Comment renforcer les opérations du marché intérieur _____	45
B. Gestion de la dette publique _____	46
C. Marché des changes _____	47
D. Conclusion _____	48
VI. APPROFONDISSEMENT DU MARCHÉ OBLIGATAIRE INTÉRIEUR AU MEXIQUE _____	51
A. Crise et marchés obligataires: conditions initiales _____	52
B. Réformes: marchés obligataires au Mexique (2000–08) _____	53
C. Conclusion _____	57
VII. TURQUIE : DÉVELOPPEMENT DU MARCHÉ OBLIGATAIRE INTÉRIEUR _____	59
A. Conditions et contraintes initiales _____	59
B. Remédier à la situation _____	60
C. Évaluation d'impact _____	62
D. Enseignements _____	64
E. Conclusion _____	65
VIII. MARCHÉS OBLIGATAIRES RÉGIONAUX: ENSEIGNEMENTS ET CONSÉQUENCES POUR LES PAYS À FAIBLE REVENU _____	66
A. L'Initiative du marché obligataire asiatique _____	67
B. Le marché régional des valeurs mobilières de l'UEMOA _____	69
C. Conclusion _____	71
IX. DÉVELOPPEMENT DU MARCHÉ DE L'ASSURANCE — UN DÉFI A RELEVER _____	73
A. Inde _____	73
B. Barbade _____	77
C. Afrique du Sud/Botswana _____	80
D. Conclusion _____	81
X. URUGUAY : SE PROTÉGER DES LIENS MONDIAUX _____	83
A. Situation initiale _____	83

B. La crise de 2001–2002	84
C. Les germes de la vulnérabilité	84
D. Surmonter la crise et corriger les faiblesses	86
E. Évaluation de l'impact	88
F. Conclusion	92

TABLEAUX

III.1. Intermédiation financière dans les pays d'AfSS, 2001	25
III.2. Activité des IMF à la fin de 2003	27
III.3. Acteurs de la finance en milieu rural (parts de marché)	27
IX.1. Secteur de l'assurance après 1999 : réformes et mesures identifiées	74
IX.2. Ratios de dépenses des compagnies d'assurance	76
IX.3. Répartition des prêts hypothécaires au logement par prêteur	78
IX.4. Répartition de la totalité des actifs des compagnies d'assurance	78

GRAPHIQUES

I.1. Comparaison internationale de l'accès aux finances	7
I.2. Croissance de M-Pesa	8
I.3. Transactions M-Pesa	9
I.4. Comptoirs de services financiers alternatifs, 2010	11
I.5. Nombre de comptes bancaires	12
II.1. Transactions financières mobiles des populations non-bancarisées, 2010	22
IV.1. Approfondissement financier dans les pays en transition, 1991–09	38
IV.2. BERD Réforme du secteur bancaire	41
IX.1. Pénétration de l'assurance, 1979–2009	75
X.1. Ratio crédit intérieur/PIB, 2000	83
X.2. Ratio engagements extérieurs/PIB, 2000	83
X.3. Dollarisation des dépôts et des crédits, 2000–11	89
X.4. Indicateurs du système bancaire	91

ENCADRÉS

II.1. Produits monétiques aux Philippines _____	17
II.2. Risques de la prestation de services financiers aux populations non bancarisées _____	19
III.1. Résumé des principes directeurs sur la réglementation et la surveillance de la microfinance	31
III.2. Enseignements mondiaux à tirer des mécanismes fédérateurs _____	32
X.1. Stabilité financière dans les économies dollarisées _____	86
X.2. Mesures prises face aux risques pour la stabilité _____	88

ANNEXE

V.1. développement des marchés monétaires et interbancaires : l'expérience de quelques pays	49
---	----

Études de cas¹

Ce supplément contient dix études de cas qui montrent en quoi des politiques ciblées ont facilité le développement soutenu des circuits financiers dans plusieurs pays aux conditions diverses mais dont la trajectoire historique rejoint celles d'un large éventail de pays à faible revenu. Ces études ont été retenues car elles permettent de rendre compte de manière globale des efforts consentis par les pays pour accroître la portée (par ex., inclusion financière), la profondeur (par ex., intermédiation financière), et l'étendue des systèmes financiers (par ex., marchés de capitaux, développement transfrontalier).

L'analyse qui sous-tend ces études de cas souligne l'importance d'une démarche équilibrée du développement des circuits financiers. Un environnement macroéconomique stable est vital pour promouvoir chez les consommateurs, chez les investisseurs et dans les institutions la confiance nécessaire pour encourager l'activité des marchés financiers. Des initiatives ciblées (par ex., garanties, développement des systèmes de paiement) peuvent être utiles pour lever les contraintes et créer l'infrastructure pour améliorer le fonctionnement des marchés, tout en veillant à un contrôle et une réglementation appropriés des marchés financiers, de manière à corriger les sources éventuelles d'instabilité et de dysfonctionnement des marchés.

Le rôle de la stabilité macroéconomique apparaît clairement dans le cas du Mexique et de la Turquie, où des politiques de stabilisation ont été nécessaires pour assurer le développement des marchés de la dette. L'expansion de l'intermédiation bancaire dans les pays en transition souligne également ce rôle.

Le rôle des politiques publiques dans la suppression des contraintes et des inefficiences et dans la fourniture d'infrastructures est évident au Kenya, en Ouganda et aux Philippines, où la souplesse de la réglementation a encouragé et appuyé l'utilisation des technologies mobiles pour promouvoir l'accès. Dans le même ordre d'idées, l'action des pouvoirs publics a contribué au développement des marchés obligataires régionaux au sein de l'Association des nations d'Asie du Sud-Est (ASEAN) et de l'Union économique et monétaire ouest-africaine (UEMOA). Au niveau des microstructures, la mise en place d'enchères et les efforts consentis pour améliorer l'émission d'obligations au Népal et les spécialistes en valeurs du Trésor en Turquie, et les autres politiques et mesures de libéralisation pour améliorer le fonctionnement des marchés du crédit et des assurances soulignent le rôle de l'action des pouvoirs publics dans le développement des marchés.

La réglementation et la supervision, y compris la réglementation des marchés et de la protection des consommateurs, doivent aller de pair avec le développement des circuits financiers car à mesure qu'augmente le nombre d'acteurs, leur diversité et leur champ d'action, les inefficiences du marché

¹ Les études de cas ont été préparées par une équipe interdépartementale dirigée par Mary Zephirin (MCM) et Ritu Basu (SPR), avec le concours d'Éra Dabla-Norris (SPR), et qui comprenait Sarwat Jahan (SPR), Abdullah Al-Hassan, Arto Kovanen, Obert Nyawata, Maria Oliva et Wilson Varghese (tous de MCM), Mame Diouf, François Boutin-Dufresne, Rogelio Morales et Yibin Mu (tous d'AFR) avec les orientations de David Marston (SPR), S. Kal Wajid (MCM) et Anne-Marie Gulde-Wolf (AFR).

peuvent s'aggraver. Les études de cas rappellent qu'il est nécessaire d'étendre le périmètre de la réglementation afin de couvrir les prestataires de services financiers non bancaires pour assurer une inclusion financière durable. Dans les pays en transition et les autres économies les réglementations micro et macro-prudentielles se sont révélées nécessaires à mesure que le marché gagnait en profondeur, ainsi que pour faire face aux défis issus de l'évolution des marchés bien établis. Les cas de l'Uruguay et des économies en transition montrent aussi que des structures transfrontalières appropriées sont essentielles pour appuyer la libéralisation financière.

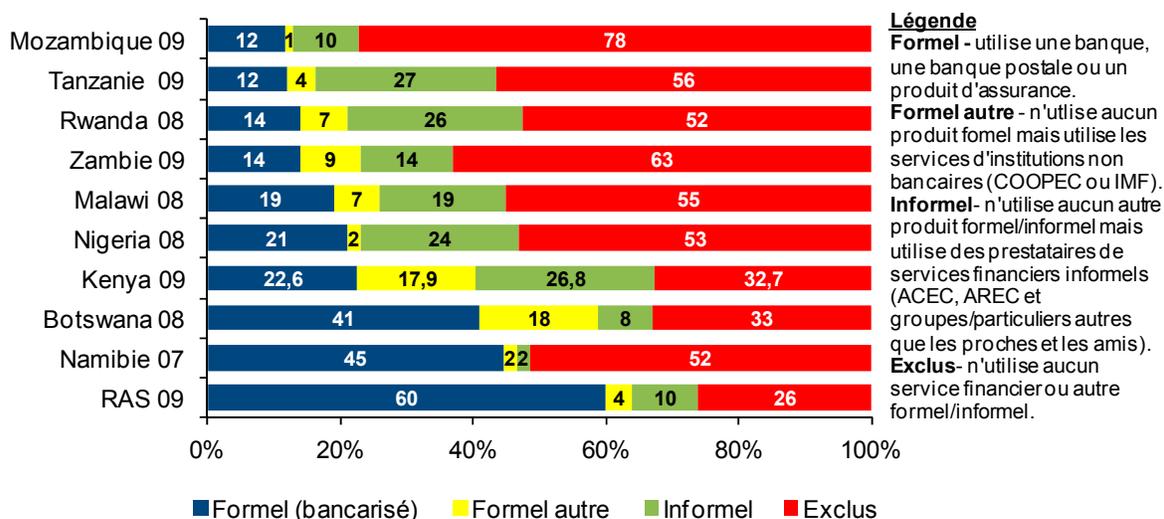
I. INNOVATION FINANCIÈRE AU KENYA : L'EXPÉRIENCE M-PESA²

Le lancement de M-Pesa en 2007 a permis aux clients d'effectuer des virements de fonds, rapides et peu onéreux, sur leur portable, sans posséder de compte bancaire. L'utilisation généralisée de M-Pesa a permis de réduire le coût des transactions et facilité les transactions entre personnes. Elle a également contribué à une utilisation accrue des intermédiaires financiers car l'augmentation de la demande de services bancaires de la part des ménages à faible revenu a été aiguillonnée par le dynamisme des virements par téléphonie mobile.

A. Contexte

- Au Kenya, la «révolution des virements mobiles» a contribué à l'accroissement de l'utilisation des services des intermédiaires financiers.** Ainsi, dans un échantillon de pays comparables d'Afrique subsaharienne, le Kenya a le plus faible pourcentage d'habitants exclus des services financiers. Et ce, bien que 46 % de la population vive dans la pauvreté absolue (moins de 1,25 dollar par jour) et que 32,7 % ne soit toujours pas bancarisée (graphique I.1)³. Le nombre annuel de transferts de fonds mobiles et le nombre d'utilisateurs ont augmenté de façon exponentielle (graphique I.2).

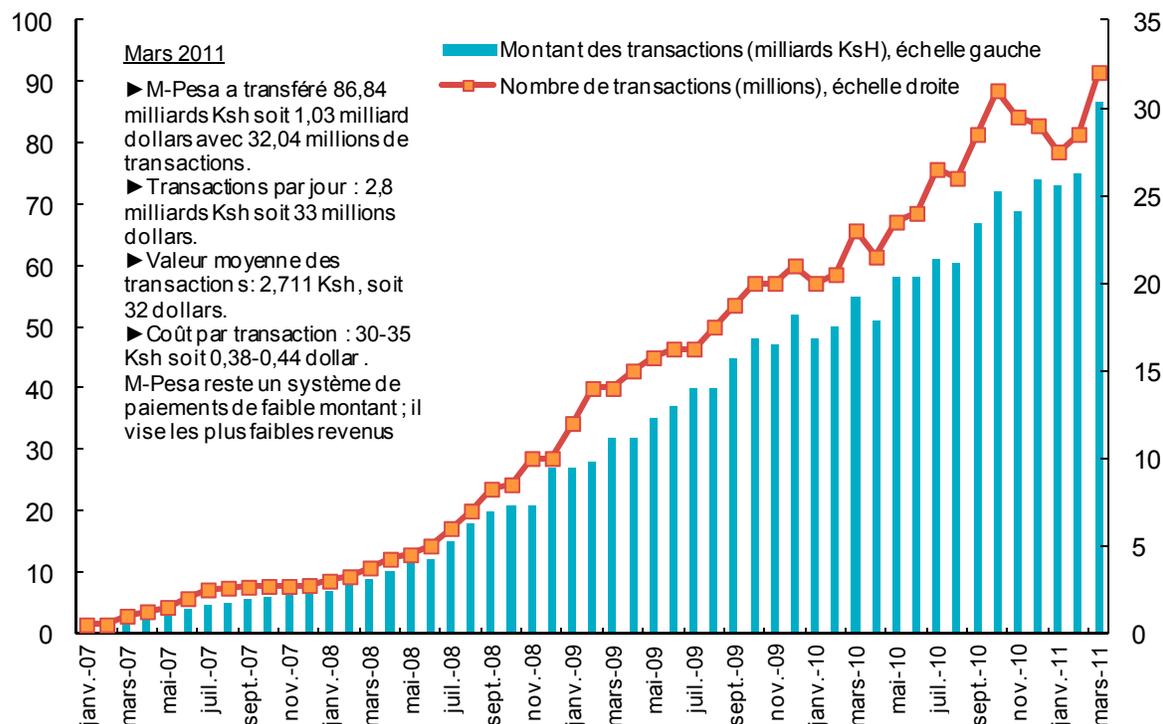
Graphique I.1. Afrique subsaharienne : comparaison internationale de l'accès aux finances



Source: FinScope Zambia (2009) et FinAccess (2009)

² Préparé par Rogelio A. Morales (AFR).

³ Kenya Integrated Household and Budget Survey et Kenya's National FinAccess Survey de 2009, respectivement.

Graphique I.2. Kenya: Croissance de M-Pesa

Source : Banque centrale du Kenya, 2011.

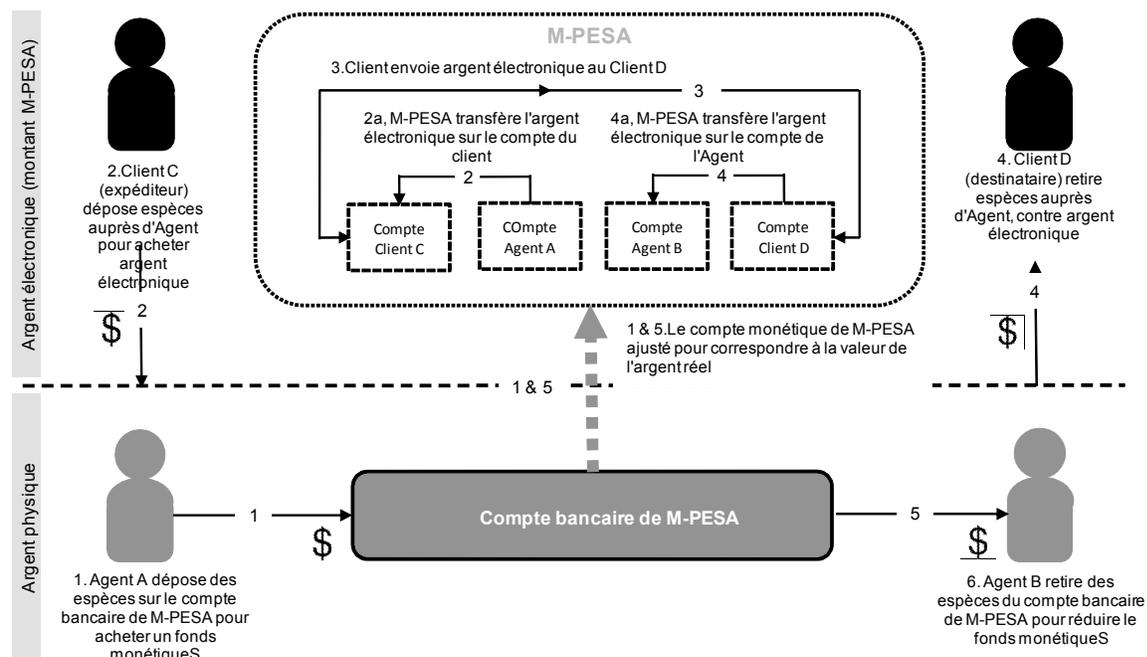
2. **Les virements par téléphonie mobile comportent de multiples avantages qui contribuent à amplifier l'accès (Jack et Suri, 2009).** Les utilisateurs peuvent déposer des fonds sur un compte enregistré sur leur portable et envoyer par texto ces fonds à d'autres utilisateurs, y compris des entreprises (graphique 1.3). Cette opération produit un solde créditeur duquel sont déduits les paiements opérés. Des retraits et des dépôts peuvent être effectués auprès d'un réseau d'agents, pour acheter des minutes de connexion, virer des fonds ou régler des factures. Ainsi, les clients peuvent non seulement acheter du temps d'appel sans avoir à se déplacer, mais la technologie leur permet aussi de réduire le coût des transactions car les factures peuvent être réglées par télépaiement, ce qui présente en outre l'avantage de réduire le risque de perte d'espèces inhérent aux transferts de fonds entre sites éloignés. La technologie mobile facilite les transactions entre particuliers car elle permet d'établir un réseau de paiements instantanés «à la demande». Et enfin, elle permet une affectation plus efficace du capital humain car les ménages vivant dans des régions éloignées peuvent consacrer davantage de temps à leurs activités productives.

B. Principales caractéristiques des opérations bancaires mobiles au Kenya

3. **Origines :** M-Pesa a démarré à titre de projet pilote financé par le DFID pour appuyer la microfinance. Le projet a démarré avec 500 clients devant rembourser leurs prêts à Faulu, une institution de microfinance kenyane. Sous sa forme actuelle, M-Pesa a été élaboré par Vodaphone et

son lancement commercial a été opéré en mars 2007 par Safaricom, sa filiale kenyane, chef de file des paiements mobiles, qui détient 80 % du marché, suivie de Zain et d'Orange (Mas et Radcliffe, 2010).

Graphique I.3. Kenya: Transactions M-Pesa



4. **Utilisateurs :** En avril 2011, M-Pesa comptait 14 millions d'utilisateurs (40 % de la population kenyane) et les virements mobiles (graphique I.2) représentaient 11 % du PIB (The Economist, juin 2010). Une enquête auprès des ménages a permis de définir les principaux attributs caractérisant les populations utilisatrices des services M-Pesa (Jack et Suri, 2009):

- Dans le groupe des faibles revenus, les utilisateurs de M-Pesa sont plus aisés que les non utilisateurs, mais cette différence s'amenuise avec le temps. En 2008, les dépenses annuelles des utilisateurs de M-Pesa étaient de 67 % supérieures à celles des non-utilisateurs, et leurs avoirs étaient de 113 % supérieurs. Selon une enquête mise à jour en 2009, le revenu moyen des utilisateurs de M-Pesa s'est contracté au fil du temps avec l'adhésion au système de nouveaux secteurs de la population.
- Les utilisateurs de M-Pesa font d'ordinaire partie de la population «bancaarisée». Près de 72 % des ménages utilisateurs possèdent au moins un compte bancaire, contre 36 % chez les non-utilisateurs. Mais le pourcentage de la population bancaarisée utilisatrice de M-Pesa a sensiblement augmenté car les nouveaux utilisateurs ont ouvert des comptes bancaires et, en 2009, les banques ont permis aux consommateurs de relier leur compte M-Pesa à leur compte bancaire.

Évolution récente de la situation :

- En 2010 un compte de dépôt mobile (M-Kesho) a été lancé. Ce nouveau service, produit d'un partenariat entre Safaricom et Equity Bank (grande banque commerciale offrant des services de microfinance), offre un considérable potentiel d'élargissement de la gamme de services financiers et de mobilisation de ressources, tout en réduisant davantage le besoin de détenir des espèces. À ce jour, 700.000 comptes ont été ouverts pour un total de quelque 8 millions de dollars de dépôts.
- La concurrence entre les banques et les opérateurs de téléphonie mobile s'est intensifiée. Ces deux dernières années, l'intégration des plateformes mobiles et des plateformes bancaires s'est également intensifiée. Trois autres banques (KCB Connect, Pesa-Connect et Family Bank's Pesa Pap) ont introduit d'autres produits bancaires mobiles. De même, d'autres opérateurs de téléphonie mobile ont lancé leurs propres produits monétiques (Zap de Zain et Yu Cash d'Essar).

C. Comment expliquer la réussite de M-Pesa?

5. **Principaux facteurs de la réussite de M-Pesa :** i) l'expansion spectaculaire de la téléphonie mobile; ii) l'utilisation souple et peu onéreuse de la technologie; iii) des conditions favorables à la pénétration des banques sur de nouveaux marchés; et iv) l'action des pouvoirs publics.

Expansion rapide de la téléphonie mobile

6. **L'expansion de l'utilisation des portables a été propice aux services de M-Pesa.** La différence sensible de coût entre les tarifs de la téléphonie fixe et de la téléphonie mobile s'est ajoutée au faible coût de transaction de M-Pesa, stimulant d'autant l'utilisation des portables. De fait, le nombre de téléphones mobiles est passé de presque zéro en 1999 à près de 21 millions en 2010. Alors que pour la même période, le nombre de lignes fixes est passé de quelque 300.000 à 450.000. Le Kenya est à l'heure actuelle le marché de téléphonie mobile le plus développé en Afrique de l'Est (Banque mondiale, 2010).

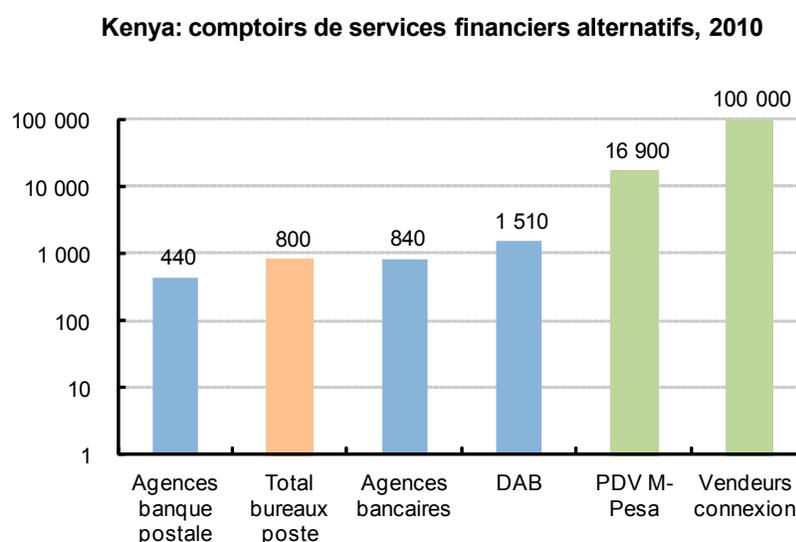
7. **Le profil démographique du Kenya se prête également à une forte demande.** Au Kenya, 17 % des ménages sont tributaires des envois de fonds comme source principale de revenu. De plus, avec un taux d'urbanisation modéré (22 %), les liens ruraux-urbains sont solides au point d'exiger d'importants transferts entre les zones rurales et les zones urbaines.

Utilisation peu onéreuse et souple de la technologie

8. **La présence de Safaricom, opérateur de premier ordre solidement implanté sur le marché, a facilité l'expansion de M-Pesa.** La notoriété de la marque de Safaricom a été un facteur de confiance pour les populations et son omniprésence a permis d'établir rapidement un important réseau de revendeurs de temps de connexion, devenus agents de M-Pesa, et d'incorporer dans leurs activités les opérations d'envoi et de réception de fonds. La stratégie suivie par Safaricom pour déployer M-Pesa est restée simple, souple et peu onéreuse.

- M-Pesa était au départ un moyen destiné à faciliter le microcrédit. L'aptitude au maniement d'un portable s'est révélé être une entrave potentielle, alors que la solide demande de transferts de fonds, elle, a été une incitation à utiliser M-Pesa. Le produit a rapidement été adapté; son marketing reposait sur un simple slogan de trois mots : «send money home».
- M-Pesa offre ses services par le biais d'un réseau d'agents, chacun ayant en moyenne 500 clients/utilisateurs. Les agents sont structurés en groupes à partir de leur localisation, avec ou sans «agrégateur» centralisé, qui est soit une agence bancaire ou un agent non bancaire de premier plan. Au Kenya, en avril 2011, il y avait quelque 28.000 comptoirs M-Pesa offrant des services financiers.
- Les économies d'échelle permettent de maintenir les coûts à un faible niveau. L'inscription à M-Pesa est gratuite et les clients versent une commission forfaitaire d'environ 0,40 dollar pour les transferts de fonds (0,33 dollar pour les retraits).

Graphique I.4. Kenya: Comptoirs de services financiers alternatifs, 2010



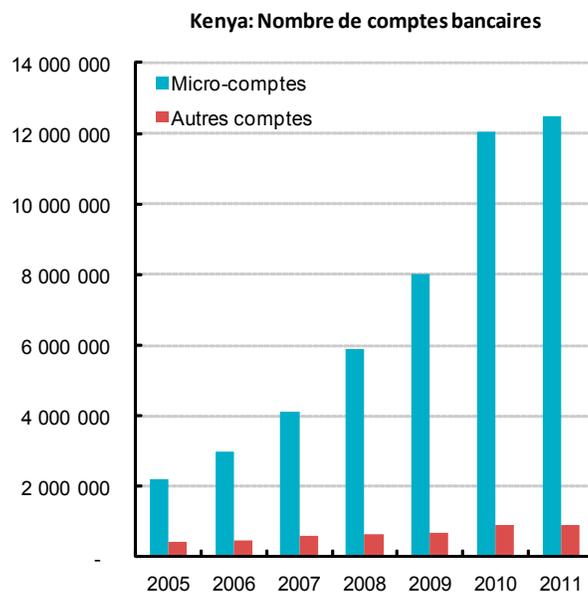
Source : Mas and Radcliffe, 2010.

Conditions favorables à la pénétration des banques sur de nouveaux marchés

9. **L'environnement macro-économique a encouragé les banques à suivre cette stratégie d'expansion.** Les services bancaires axés sur les grands clients ont baissé car la plupart des investissements de grande ampleur ont été reportés à la suite des émeutes politiques de 2007. De plus, les importantes réserves excédentaires détenues par les banques commerciales auprès de la banque centrale ont poussé les taux d'intérêt et les marges à la basse, d'où la recherche d'autres activités.

10. **Les banques ont fait preuve de dynamisme dans le développement d'activités au service de populations jusque-là non desservies.** Les transferts mobiles de fonds ont tiré parti de la disponibilité accrue des agences de banque, et quant à elles les banques ont pénétré sur des marchés inexploités, parallèlement à la progression accélérée des transferts mobiles, notamment réduisant les coûts pour les clients à faible revenu.

Graphique I.5. Kenya: Nombre de comptes bancaires



Source: Banque centrale du Kenya.

11. **Equity Bank a joué un rôle prépondérant dans la mise à disposition de services financiers aux populations non-bancarisées.** En 2010, la banque comptait 5,4 millions de clients au Kenya (57 % de la population bancarisée). Elle a également été la première non seulement à permettre les virements sur les portables, mais aussi à pouvoir contracter des prêts et à les rembourser, ainsi qu'à demander des assurances et à les régler. Parallèlement au développement des opérations financières mobiles, Equity Bank a rendu les dépôts et le crédit accessibles au grand public en réduisant les frais bancaires, en éliminant les minimums requis et en adoptant une démarche souple concernant les garanties. Douze pour cent des agences bancaires appartiennent à Equity Bank mais ce chiffre a doublé ces trois dernières années.

Action des pouvoirs publics

12. **Dès le départ, la Banque centrale du Kenya (BCK) a pris part à la mise en œuvre de M-Pesa.** La BCK autorise Safaricom à faire fonctionner M-Pesa à titre de système de paiement parallèle, la seule obligation étant que les fonds des clients soient déposés dans un établissement financier réglementé. Les dépôts et les intérêts de Safaricom sont placés sur un compte en fiducie à but non

lucratif. La CBK stipule également les limites des montants des transactions, conformément aux critères de lutte contre le blanchiment des capitaux (LBC).

13. **Le cadre juridique des opérations de M-Pesa reste de type ouvert.** Une société en fiducie, chargée des services de M-Pesa, a été créée au Kenya, exploitée localement par Safaricom, mais qui appartient à Vodaphone, société qui lui sert de cadre et qui l'a mise au point (Hughes et Lone, 2007). L'incorporation du règlement des transactions de M-Pesa dans le cadre du système de paiement est en instance, dans la perspective de la nouvelle loi sur les paiements nationaux.

14. **Depuis deux ans la banque centrale mène une politique visant à renforcer davantage l'intermédiation financière.** On citera notamment :

- En 2010, approbation d'un nouveau plan permettant à des tiers ou «agents» d'exercer des activités bancaires au nom d'établissements financiers. À l'heure actuelle, 8.800 agents sont en activité, dont 6.740 exercent des opérations bancaires mobiles (67 % dans les zones rurales). Ainsi, les banques peuvent offrir des services directement comparables à ceux de M-Pesa.
- En 2009, mise en place de trois centres monétaires pour diminuer le coût des fonds en transit pour les réseaux des agences des banques commerciales dans les différentes régions. Ces centres desservent 172 agences de banques commerciales et représentent plus de 12 % des transferts monétaires au Kenya.

D. Enseignements et gestion des risques

15. **M-Pesa prouve que la technologie mobile ouvre des perspectives prometteuses pour l'expansion des services financiers.** Cela est particulièrement encourageant pour l'Afrique où la pénétration de la téléphonie mobile est passée de 3 % en 2002 à 48 % aujourd'hui et, selon les prévisions, atteindra 72 % d'ici 2014. L'utilisation potentielle de divers services est sensiblement décuplée lorsque les clients sont raccordés à un réseau de téléphonie mobile. Cette capacité peut servir non seulement à l'épargne, aux transferts de fonds et aux paiements, mais aussi à la réception de pensions de retraite ou d'autres prestations sociales, et au décaissement et remboursement des prêts.

16. **Pour transposer la réussite du Kenya ailleurs il faudra s'adapter à d'autres contextes économiques.** Il ressort d'une étude comparant l'expérience du Kenya et de la Tanzanie que dans ce dernier pays les envois de fonds provenant de l'étranger sont plus importants mais que certains facteurs empêchent d'atteindre le même degré de réussite qu'au Kenya (Camner et Sjöblom, 2009). Il s'agit notamment d'une moindre densité démographique en Tanzanie, une meilleure infrastructure bancaire au Kenya et l'absence d'une carte d'identité nationale en Tanzanie. Les différences d'environnement macroéconomique lors du lancement de M-Pesa y ont peut-être aussi joué un rôle. De plus, un environnement de faible concurrence risque d'être moins favorable à l'expansion des transferts mobiles par le biais des banques.

17. **Les risques liés à l'expansion de M-Pesa ont été dans l'ensemble maîtrisés.** Toutefois, la croissance des opérations justifie l'adoption d'autres mesures pour prévenir de véritables défaillances de la prévention des risques :

- Les opérations de M-Pesa doivent être codifiées dans la nouvelle loi sur les systèmes de paiement nationaux. Outre qu'elle donne une assise juridique plus solide aux opérations de M-Pesa, cette nouvelle loi garantit la protection des consommateurs. À l'heure actuelle, les fonds domiciliés sur un compte M-Pesa ne sont pas garantis, à moins qu'ils ne soient rattachés à un compte de dépôt.
- Les risques opérationnels ont été couverts jusqu'ici par des réglementations régissant en détail les capacités technologiques et les procédures de contrôles nécessaires sur le plan de la sécurité. Avec l'entrée sur le marché de nouveaux opérateurs et au vu de l'évolution de la technologie, la couverture des risques devra être actualisée régulièrement.
- Les institutions de microfinance utilisent de plus en plus les services de M-Pesa, encore que cette utilisation reste modeste. Toutefois, les réglementations et la surveillance de ce secteurs devraient tenir explicitement compte des risques de crédit et de liquidité et les risques opérationnels liés aux transferts M-Pesa, et prévoir des clauses de protection des consommateurs.
- La Tanzanie et l'Ouganda, pays voisins, sont en train de mettre en place des systèmes comparables et donc les paiements transfrontaliers pourraient ouvrir d'importants débouchés pour les échanges intra-régionaux de biens et de services, mais de nouveaux risques pourraient surgir nécessitant une solide coordination entre les instances nationales de réglementation.

E. Conclusion

18. **Principaux enseignements :** L'expérience de M-Pesa démontre que la téléphonie mobile est un moyen prometteur d'offrir des services financiers à une grande partie de la population. Le potentiel d'utilisation d'autres services financiers est sensiblement plus important lorsque les clients sont raccordés à un réseau de téléphonie mobile.

19. **Principales considérations de politique générale :** La souplesse des politiques engagées a permis de déployer rapidement les transferts de fonds mobiles dans tout le pays, et parallèlement, les réglementations et les contrôles nécessaires sur le plan de la sécurité ont contribué à maîtriser dans l'ensemble les risques.

20. **Principaux risques :** Le cadre juridique doit être renforcé, notamment par l'incorporation des opérations de M-Pesa dans les systèmes de paiement nationaux. Les risques opérationnels continuent de poser des difficultés, notamment avec l'arrivée de nouveaux opérateurs sur le marché. Les autorités de surveillance doivent actualiser les systèmes de sécurité au fil de l'évolution de la technologie.

Bibliographie

Camner, G. and Emil Sjöblom, 2009, "Can the Success of M-Pesa be repeated? A Review of the Implementations in Kenya and Tanzania" (mimeo, Stockholm, Sweden: Valuable Bits Project, Royal Institute of Technology (KTH)).

The Economist, 2010, "Out of Thin Air: The Behind-the-Scenes Logistics of Kenya's Mobile-Money Miracle," June 10 edition.

Eijkman, F., Jake Kendall, and Ignacio Mas, 2009, "Bridges to Cash: The retail end of M-Pesa" (mimeo, Financial Services for the Poor Team at the Bill & Melinda Gates Foundation).

Hughes, N. and Susi Lonie. 2007, "M-Pesa: Mobile Money for the "Unbanked", Turning Cell Phones Into 24-Hour Tellers in Kenya," *Innovations*, Winter-Spring issue, 2007, page 7, Group Speciale Mobile Association (GSMA).

Jack, W. and Tavneet Suri, 2011, "The Economics of M-Pesa," National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper N° 16721.

Mas, I. and Dan Radcliffe, 2010, "Mobile Payments Go Viral: M-Pesa in Kenya," in *Yes Africa Can: Success Stories from a Dynamic Continent*, ed. by Punam Chuhan-Pole and Manka Angwafo (Washington: World Bank, May 2010).

Morawczynski, Olga, 2008, "Surviving in the "Dual System": How M-Pesa is Fostering Urban-to-Rural Remittances in a Kenyan Slum" (Proceedings from a workshop on Towards an ICT Research Agenda for African Development at the University of Pretoria, South Africa: International Federation for Information Processing).

Ndung'u, Njuguna, 2011, "Financial Inclusion Good for Financial Sector Investment and Development," paper presented at the conference during the Frankfurt Global Business Week on Business Opportunities in Africa.

Omwansa, Tonny, 2009, "M-Pesa: Progress and Prospect," *Proceeds from Mobile World Congress 2009*, page 107.

Plyler M., Sherri Haas, and Geetha Nagarajan, 2010, "Community Level Economic Effects of M-Pesa in Kenya: Initial Findings," Financial Service Assessment Project, University of Maryland.

Ratan, A.L., 2008, "Using Technology to Deliver Financial Services to Low-Income Households: A Preliminary Study of Equity Bank and M-Pesa Customers in Kenya," (mimeo, Microsoft Research).

World Bank, 2010, "Kenya at the Tipping Point, With a Special Focus on the ICT Revolution and Mobile Money," Kenya Economic Update, December 2010, edition 3.

II. PHILIPPINES : PAIEMENTS MOBILES ⁴

L'émergence des Philippines comme pionnier des paiements mobile est le résultat de l'initiative de deux opérateurs de téléphonie mobile, avec l'appui de la banque centrale. Les paiements mobiles ont entraîné une diminution sensible du coût des transferts de fonds dans ce pays où les envois de fonds de l'étranger représentent 10 % du PIB. L'expansion des services financiers mobiles pourrait réduire les coûts élevés des services financiers dans les régions où la densité démographique est faible et où l'infrastructure des transports est restreinte.

A. Conditions initiales

21. **Aux Philippines, l'accès aux services financiers par l'intermédiaire du secteur bancaire formel reste limité.** Il est courant de dire que l'archipel des Philippines compte moins de distributeurs automatiques de billets (6.867 à la fin 2006) que d'îles (environ 7.100). Sur 87,7 millions d'habitants (fin 2006), seuls 17 millions ont un compte bancaire. L'accès aux services financiers reste difficile même pour les titulaires de comptes bancaires. Régler une facture ou se rendre à la banque peut parfois prendre deux jours, avec parfois des déplacements en bateau. L'autre option? Un «percepteur» qui va d'île en île pour recevoir les fonds, payer les factures et les régler contre paiement d'une commission.

22. **Depuis quelques années, les paiements mobiles constituent une autre option, par l'intermédiaire des portables.** L'émergence des Philippines comme l'un des pionniers des paiements mobiles s'explique par les envois de fonds des travailleurs philippins expatriés. En 2008, ces derniers ont envoyé aux Philippines quelque 18 milliards de dollars (soit environ 11 % du PIB). La plupart de ces travailleurs étaient issus de provinces où l'infrastructure financière formelle était restreinte et où les paiements étaient souvent intégralement en espèces. Les usagers philippins étant très familiarisés avec les SMS (75 % de la population a un portable et des millions de messages sont envoyés chaque jour), le pays se prête donc naturellement aux services de paiements mobiles. De plus, cette formule constitue aussi le moyen de pénétrer davantage dans les zones rurales tout en évitant des investissements onéreux d'infrastructure, tout en réduisant le coût des services.

B. Stimuler l'accès financier par l'innovation technologique

23. **Le service de paiements mobiles a été lancé par les deux plus grandes sociétés de télécommunications (Smart Communication et Globe Telecom).** Toutefois, elles ont été en mesure de prospérer avec l'appui de la banque centrale des Philippines (BSP). Cette dernière a appuyé l'expansion des paiements mobiles sur les réseaux des opérateurs en encourageant le développement de l'innovation technologique et en mettant en place les réglementations appropriées de protection des consommateurs et du système bancaire. Les opérateurs de

⁴ Préparé par Sarwat Jahan (SPR).

téléphonie mobile proposent tous deux des produits monétiques, mais leurs modes de fonctionnement sont différents (pour plus de détails, voir encadré II.1).

Encadré II.1. Produits monétiques aux Philippines in the Philippines

Smart Money a été lancé en 2000 sous forme de carte de paiement rechargeable, accessible par portable à puce ou avec une «power card» MasterCard, analogue à une carte de débit/prépayée. Les partenaires bancaires de Smart tiennent les comptes Smart Money et sont chargés d'obtenir l'approbation de la BSP et d'informer cette dernière. Par la formule Smart Money, les clients peuvent recharger les cartes prépayées, régler leurs factures, transférer des fonds, demander un chéquier et leur relevé, et effectuer d'autres transactions d'ordinaire effectuées par DAB. Les clients peuvent également obtenir une carte électronique rechargeable compatible avec les portables et qui peut être utilisée dans tous les DAB des banques partenaires. Les paiements peuvent ainsi être réglés avec la carte Smart Money, dans tous les points de vente existants qui acceptent MasterCard. À l'heure actuelle, le partenariat Smart comprend 21 banques. Toutes utilisent la plateforme bancaire mobile Smart et trois d'entre elles ont adopté la plateforme monétique Smart Money et dispensent des fonds électroniques.

Par ailleurs, en 2004, Globe Telecom a lancé **GCash**, mais sans la coopération d'une banque. Les clients de GCash alimentent leur «portefeuille électronique» et peuvent ainsi régler (par SMS) d'autres clients de GCash en se servant de leur portable Globe. Les fonds des comptes GCash, ainsi que les informations sur les transactions sont détenus par une filiale à 100 % de Globe Telecom, immatriculée auprès de la BSP à titre de bureau de transfert de fonds. Les fonds des clients sont regroupés et déposés par la filiale sur plusieurs comptes dans des banques commerciales, enregistrés à son nom. La filiale suit une politique interne consistant à maintenir dans les comptes bancaires un montant égal à celui des fonds GCash.

Source : Notes sur la Réglementation des activités bancaires sans agences aux Philippines, janvier 2010, CGAP

24. **L'importance de ces innovations? Elles ont permis à la technologie mobile de passer des espèces à la monétique, éliminant ainsi les contraintes des distances.** Ceci a permis aux populations non bancarisées d'envoyer et de recevoir des paiements mobiles. Ces deux systèmes de paiements mobiles présentent des éléments communs :

- Tous les abonnés mobiles peuvent demander et obtenir un «compte mobile», qui n'est pas un compte bancaire.
- L'utilisateur peut effectuer des dépôts et des retraits de fonds et faire des achats.
- Il est possible d'opérer des virements de particulier à particulier, ainsi que des transactions internationales.

25. **La principale différence entre ces deux systèmes est la carte de débit ou la MasterCard émise par Smart, en partenariat avec les banques (encadré II.1), alors que Globe assume la responsabilité de l'aspect financier.** Il ne lui est donc pas nécessaire d'avoir un partenaire bancaire, mais cela pose des problèmes de réglementation.

C. Éliminer les goulets d'étranglement et atténuer les risques

La principale difficulté liée à ces produits novateurs tenait à l'absence de cadre juridique et de réglementation de base. Il existait aussi un autre risque, celui de ne pas trouver un juste équilibre lors de la mise en place d'un cadre de surveillance et de réglementation. Ces risques (encadré II.2), à la différence de ceux que reconnaissent les régulateurs des établissements bancaires classiques⁵, revêtent une importance particulière lorsque les clients passent par des agents, et non pas des agences bancaires, pour accéder aux services bancaires, comme par exemple lorsqu'ils effectuent des paiements mobiles. Il était donc nécessaire de mettre en place un cadre de surveillance et de réglementation approprié, qui protège et encourage l'innovation des produits. Le cadre philippin actuel semble avoir trouvé le juste équilibre et il sert d'ailleurs de modèle à d'autres pays, qui peuvent l'adapter à leurs particularités nationales.

Cadre réglementaire pour les agents

26. **La BSP a exigé des deux opérateurs de téléphonie mobile qu'ils soient immatriculés comme sociétés de transfert de fonds pour pouvoir exercer leurs activités de paiements mobiles⁶.** Les opérateurs mobiles et les agents de transfert de fonds opérant en leur nom doivent : i) faire une demande d'immatriculation auprès de la BSP, avec présentation des documents légaux et versement de droits, et ii) faire suivre aux cadres et aux effectifs qui prennent part directement aux opérations de trésorerie une formation offerte par le comité de lutte contre le blanchiment de capitaux. Tous les agents de remises de fonds immatriculés doivent : i) pour chaque virement, s'acquitter de leur devoir de diligence au sujet de l'expéditeur, le client devant remplir un formulaire de demande et présenter une pièce d'identité officielle; ii) garder les registres de toutes les transactions pendant cinq ans; et iii) signaler certains types de transactions et les transactions suspectes. Les pouvoirs publics ont également modifié les réglementations afin de réduire les coûts de mise en conformité. Par exemple, au lieu d'exiger la formation de lutte contre le blanchiment de capitaux qui est offerte à Manille, ils permettent aux opérateurs mobiles de mettre en place leur propre formation, à condition qu'elle soit conforme à la loi sur la lutte contre le blanchiment de capitaux et qu'elle soit homologuée par le comité. Ces mesures ont favorisé une augmentation des immatriculations d'agents et, partant, une augmentation des services bancaires mobiles.

⁵ Ces risques comprennent ceux reconnus par le Comité de Bâle. Voir Basel Committee on Banking Supervision 2006, pour plus de détails.

⁶ Aux Philippines, la réglementation bancaire interdit l'externalisation des fonctions bancaires intrinsèques (par définition, les services afférents aux opérations de dépôt). Les accords de Smart avec ses banques partenaires ne contreviennent pas à la réglementation bancaire car les soldes Smart Money ne relèvent pas des dépôts mais des comptes à payer. Pour cela, il a fallu que Smart devienne une société de transfert de fonds.

Encadré II.2. Risques de la prestation de services financiers aux populations non bancarisées

Pour donner aux populations non bancarisées davantage accès aux services financiers, il faut un cadre de réglementation et de supervision approprié afin d'atténuer les risques suivants :

Risque de crédit. En termes simples, c'est le risque que l'une des parties à une transaction financière ne reçoive pas les fonds qui lui sont dus à échéance. Lorsque les transactions bancaires ne sont pas immédiatement réglées, et lorsque d'autres parties interviennent entre le client et la banque, le risque de crédit s'accroît.

Risque opérationnel. Il s'agit des pertes pouvant résulter «de procédures, d'effectifs et de systèmes internes inadéquats ou défectueux, ou encore d'événements extérieurs». Pour les banques et les non-banques qui ont recours à des agents et règlent leurs transactions par voie électronique, les risques opérationnels sont variés, comme par exemple la fraude que pourraient commettre leurs clients, voire leurs agents.

Risque juridique. Les prestataires de services financiers investiront dans un nouveau modèle de prestation uniquement s'ils peuvent prévoir et gérer l'administration et l'application des textes pertinents (lois, réglementations et accords juridiques), ainsi que leur évolution à l'avenir. Toutefois, étant donné que les autorités de réglementation ne sont pas rompues aux innovations et qu'elles y adaptent encore les règles existantes, une certaine incertitude quant aux lois et réglementations perdure.

Risque de liquidité. Les petits agents détaillants, aux moyens limités ou implantés dans des régions éloignées pourraient manquer de liquidités pour couvrir les demandes de retraits des clients. Il est également possible qu'ils n'aient pas d'expérience de la gestion de trésorerie plus complexe exigée pour offrir des services financiers. Pour bien gérer les liquidités, les agents détaillants doivent pondérer plusieurs variables, notamment l'encaisse, la facilité d'accès à leur compte bancaire et la durée de traitement des transactions.

Risque de réputation. Si les agents détaillants ne sont pas performants, l'image publique de la banque peut s'en ressentir. Bon nombre des risques opérationnels cités (par ex. perte des dossiers des clients ou communication des données confidentielles des clients) sont également des risques éventuels pour la réputation, au même titre que l'insuffisance de liquidité dans la caisse de l'agent détaillant.

Protection du consommateur. Toutes les catégories ci-dessus sont cause de préoccupation pour la protection du consommateur si les pertes qu'elles entraînent se répercutent sur les clients. En ayant recours à des agents détaillants, on court d'autant plus le risque que les clients ne comprennent pas leurs droits et qu'ils présentent des réclamations.

Lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme (LBC/FT). Lorsque l'ouverture d'un compte et le traitement des transactions est externalisée à des agents détaillants, les réglementations LBC/FT exigent d'ordinaire que les agents se chargent s'acquittent de certains devoirs de diligence au regard de la clientèle clients et signalent les transactions suspectes. La banque assume le risque d'une identification erronée des clients ou d'un recours aux agents détaillants pour blanchir des capitaux ou financer le terrorisme (avec ou sans l'assentiment ou la complicité de l'agent détaillant). Si l'ouverture de comptes et le traitement des opérations au détail sont externalisés auprès d'agents détaillants peu avertis ou équipés, la banque peut avoir du mal à observer et communiquer les transactions suspectes.

Source : Lyman *et al.*, (2006).

Cadre réglementaire du commerce électronique/de la monétique

27. **La BSP a laissé les opérateurs mobiles élaborer leur système bancaire mobile avant de mettre en place le cadre réglementaire spécifique au commerce électronique et à la monétique.** Les services bancaires mobiles ont démarré en 2004 sous la surveillance rapprochée de la BSP, mais ce n'est qu'en 2009 que le cadre réglementaire de la monétique a été adopté.

1ère étape : Système de réglementation préalable à l'adoption de la circulaire sur la monétique

28. **En 2000 est adoptée la loi sur le commerce électronique qui reconnaît la validité des transactions et des signatures électroniques et jette les bases des poursuites contre les délits électroniques.** Les opérateurs mobiles relèvent de cette loi, ce qui offre un certain degré de sécurité aux clients. La réglementation des services bancaires mobiles a, au départ, été ad hoc. Par exemple, la loi générale sur les activités bancaires en 2000 donnait à la BSP toute compétence de réglementation de l'utilisation de dispositifs électroniques dans le cadre des opérations bancaires, alors que l'émission de fonds électroniques par des non banques n'était pas officiellement réglementée. Ainsi, lorsque Globe soumet son modèle GCash à l'approbation de la BSP, la proposition prévoit que la société détiendra en permanence des dépôts bancaires de valeur équivalente au montant de l'encours émis en GCash. De plus, Globe a placé toutes les opérations GCash dans une entité juridique séparée (sans autre activité).

2ème étape : Système de réglementation postérieur à l'adoption de la circulaire sur la monétique

29. **En 2009, après avoir observé le fonctionnement dans la pratique de Smart Money et de GCash, la BSP a émis une circulaire qui harmonisait les règles applicables aux banques et non banques pratiquant des activités de monétique.** La circulaire définissait l'argent électronique, prévoyait des interdictions à la facturation d'intérêts sur ces fonds, fixait les limites de la capacité monétique mensuelle totale (100.000 PHP, soit 866 dollars) et exigeait la tenue de registres complets et exacts des transactions monétiques. Seules les activités monétiques et connexes, comme par exemple les envois de fonds, étaient autorisées aux émetteurs d'argent électronique. Si ces institutions exerçaient d'autres activités, elles avaient l'obligation d'émettre les fonds électroniques par le biais d'une autre entité réservée à cet effet (émetteur d'argent électronique). De plus, les fonds des clients étaient protégés par l'obligation faite à ces émetteurs échappant à la réglementation prudentielle de conserver des avoirs liquides équivalant au montant de l'encours monétique émis. À cette fin, les avoirs liquides permis comprenaient les dépôts bancaires, les titres publics et tout autre avoir autorisé par la BSP. Les émetteurs non bancaires d'argent électronique agréés étaient tenus de se constituer en société avec un capital minimum des 2 millions de dollars.

Autres mesures

30. **La BSP a adopté plusieurs mesures ces dernières années pour renforcer ses propres capacités de réglementation et de supervision des activités bancaires sans agences.** En dépit de

ces nouvelles normes de réglementation et de supervision, il reste davantage à faire pour atténuer les risques au sein du système. Par exemple, en cas de faillite de l'un des opérateurs mobiles, il est difficile de savoir comment le processus de résolution serait mis en œuvre.

- La BSP a établi un groupe interne, désigné Core Information Technology Supervisory Group (CITSG), pour : i) traiter des problèmes d'activité bancaire électronique, y compris les paiements mobiles ; et ii) superviser les institutions prestataires de ces services.
- L'équipe de l'Inclusive Finance Advocacy fait office de cellule «d'innovation», s'inspirant des expériences d'autres pays pour garantir l'évolution optimale des modèles de paiement et de services bancaires, en faveur des groupes à faible revenu.
- La BSP a également mis sur pied une unité des systèmes de paiement pour encadrer la mise en œuvre du système philippin de règlement brut en temps réel (RBTR).

D. Impact

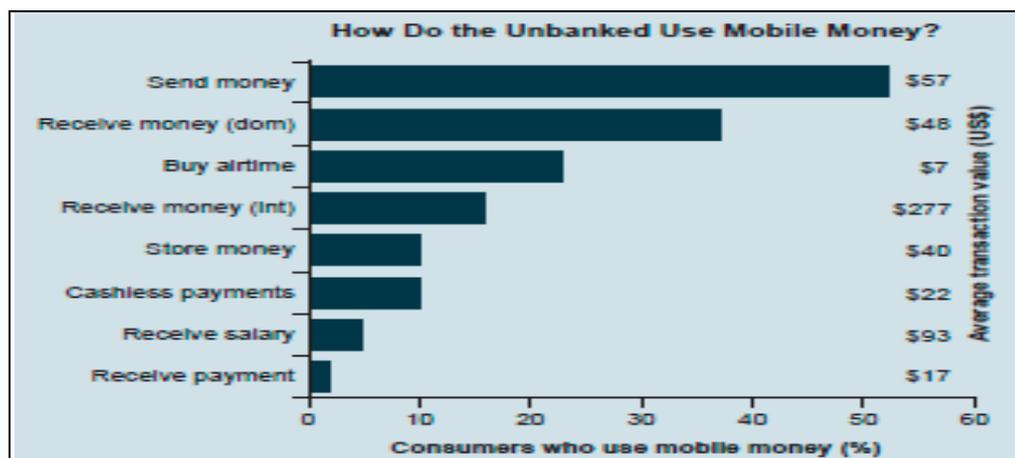
31. **Il est difficile de quantifier avec exactitude l'impact sur l'accès aux services financiers, mais au vu des données disponibles il aurait augmenté.** À l'heure actuelle, les services monétiques (Smart Money et GCash) comptent plus de huit millions d'utilisateurs. Le nombre de banques offrant des paiements mobiles est passé de zéro, avant 2005, à 47 (banques rurales) en 2010. Certaines banques ont abaissé de 50 points de base les taux mensuels d'intérêt de leurs prêts de microfinance pour les clients qui utilisent la plateforme de messagerie électronique.

32. **Les paiements mobiles sont en outre un moyen moins coûteux d'envois de fonds.** Le montant moyen des envois de fonds reçus de l'étranger est de 300 dollars et coûte d'ordinaire à l'expéditeur entre 7 et 33 dollars (soit entre 2,5 et 10 % du montant total). Sous forme de GCash ou de Smart Money, le coût équivaut à moins d'un pour cent du montant. Aux Philippines, une transaction en agence coûte 2,50 dollars, mais seulement 0,50 dollar si elle est effectuée sur portable⁷.

33. **Les transferts financiers sur portable ont augmenté.** Les Philippines à revenu modeste ont recours aux paiements mobiles principalement pour envoyer ou recevoir des fonds à l'intérieur du pays. De plus, un tiers des utilisateurs se servent de leur portable pour effectuer des achats, ce qui prouve que les clients bancarisés accepteront des services financiers payants qui vont au-delà des envois de fonds.

⁷ Pour plus de détails, voir CGAP, 2010.

Graphique II.1. Philippines : Transactions financières mobiles des populations non-bancarisées, 2010



Source : "Window on the Unbanked: Mobile Money in the Philippines, CGAP 2010.

34. **En dépit de cette réussite, il reste davantage à faire pour amplifier l'inclusion financière.** La réussite des paiements mobiles est tributaire du nombre de points d'accès physiques associés au système. Ces points d'entrée et de sortie des flux sont des agents non bancaires permettant aux clients d'ajouter des fonds ou de reconvertir les montants monétiques en espèces. Ces points d'accès sont au nombre de 15.000 environ, en sus de la plupart des quelque 7.500 DAB implantés sur le territoire national. Les vendeurs de temps de connexion (au total deux millions) constituent une réserve inexploitée de points de vente. Cela s'explique en partie par les procédures lourdes d'immatriculation des points d'entrée/sortie de fonds, les difficultés de traitement des immatriculations collectives de réseaux de commerçants et les retards de prestation de la formation obligatoire LBC/FT pour les agents non bancaires en dehors de Manille.

E. Conclusion

35. **Principaux enseignements :** L'expérience des Philippines démontre que les banques centrales peuvent appuyer utilement les innovations de la technologie mobile par renforcer l'inclusion financière en collaborant avec les opérateurs de réseaux mobiles, tout en mettant au point les réglementations prudentielles. Elle démontre également qu'une initiative pilotée par le marché, alliée à un cadre réglementaire propice, peut être un vecteur efficace d'expansion de l'accès aux services de paiements.

36. **Principales politiques et impact :** L'émergence des Philippines comme pionnier des paiements mobile est le résultat de l'initiative de deux opérateurs de téléphonie mobile et de l'appui de la banque centrale. La BSP a d'abord laissé se développer le système de paiements mobiles pour adopter ensuite, progressivement, un cadre juridique et réglementaire. Il s'en est suivi une réduction du coût des transactions financières et une augmentation de l'accès financier aux populations non bancarisées.

37. **Principaux risques** : La législation doit s'adapter à l'évolution rapide des nouvelles technologies, lesquelles constituent de puissants moyens d'accès. Mais un manque de clarté juridique peut entraver l'adaptation de ces technologies. Les pouvoirs publics doivent maintenir les lois à jour, non seulement pour assurer aux parties contractantes l'applicabilité des buts visés, mais également pour empêcher que les lois n'aient un effet dissuasif sur les innovations.

Bibliographie

Demirgüç-Kunt, A., T. Beck, and P. Honohan, 2008, "Finance for All? Policies and Pitfalls in Expanding Access" (Washington: World Bank).

International Monetary Fund, 2010, *Philippines—Financial System Stability Assessment Update*, IMF Staff Country Report No.10/90 (Washington: International Monetary Fund).

Lyman, T., M. Pickens, and D. Porteous, 2008, "Regulating Transformational Branchless Banking: Mobile Phones and Other Technology to Increase Access to Finance," Consultative Group to Assist the Poor (CGAP). Available via the internet: www.cgap.org/gm/document-1.9.2583/fn43.pdf .

Lyman, T., G. Ivatury, and S. Staschen, 2006, "Use of Agents in Branchless Banking for the Poor: Rewards, Risks, and Regulation," CGAP Focus Note No. 38. Available via the internet: <http://www.cgap.org/p/site/c/template.rc/1.9.2585/> .

Pickens, M., 2010, "Window on the Unbanked: Mobile Money in the Philippines," CGAP. Available via the internet: <http://www.cgap.org/p/site/c/template.rc/1.9.41163/> .

Roman, P., 2009, "Mobile Phone/Branchless Banking and Financial Inclusion in the Philippines," IDLO conference presentation by Head of the Inclusive Finance Advocacy Staff, Bangko Sentral ng Pilipinas. Available via the internet: www.idlo.int/MF/Documents/Publications/43E.pdf .

CGAP, 2010, "Notes on Regulation of Branchless Banking in the Philippines," January (Washington: World Bank).

_____, 2008, "Notes on Regulation of Branchless Banking in the Philippines," May (Washington: World Bank).

III. ACCÈS AUX MARCHÉS FINANCIERS : L'EXPÉRIENCE OUGANDAISE⁸

L'expérience ougandaise montre combien il est important de développer les circuits d'inclusion financière. L'expansion des institutions de microfinance a, dans une certaine mesure, permis d'élargir l'accès aux services financiers des populations rurales ou mal desservies. A en juger par leur taux élevé de pénétration dans les collectivités rurales mal desservies et leur intégration aux paiements financiers et de détail formels, les paiements par mobile se révèlent être un instrument viable de prestation des services financiers dans les régions éloignées. Cependant, des lacunes législatives et réglementaires (en matière, par exemple, de titres et de droits fonciers) limitent la garantie des prêts et la récente multiplication des coopératives d'épargne et de crédit (COOPEC) pose des risques.

A. Généralités sur le système financier

38. **Avant 2004, le système financier Ougandais se caractérisait principalement par son étroitesse et son sous-développement (faibles niveaux d'intermédiation financière).** Les banques commerciales, filiales de banques étrangères pour l'essentiel, détenaient 83 % de ses actifs (contre 4 % pour les autres institutions de crédit et 1 % pour les institutions de microfinance, y compris les coopératives de crédit). Bien qu'analogues à ceux de la Tanzanie, les indicateurs de l'approfondissement bancaire se situaient en deçà de ceux du Kenya et de la moyenne de l'Afrique subsaharienne (Tableau III.1). En outre, la part du crédit et des avances des banques commerciales au secteur agricole avait régulièrement diminué, tombant de plus de 20 % à la fin des années 80 à moins de 5 % en 2004 (Mugume, 2005, et Meyer et al., 2004).

Tableau III.1. Intermédiation financière dans les pays d'AfSS, 2001

(En pourcentage)

	Crédit privé/PIB	Dépôts bancaires/ PIB	Engagements liquides/PIB	Ratio prêts- dépôts	Frais généraux	Marge d'intérêt
Ouganda	5,8	19,3	14,9	38,9	7,9	12,7
Kenya	22,6	42,9	34,9	60,1	6,1	9,2
Tanzanie	6,8	22,2	16,7	40,9	7,0	7,5
AfSS (moy.)	19,1	31,3	23,6	74,2	6,1	7,9

Sources : Beck et al. (2011).

⁸ Préparé par Wilson Varghese (MCM).

39. **Malgré le développement du système bancaire formel, l'accès aux services financiers reste limité.** En 2004, il y avait dans 51 des 55 districts du pays des institutions financières de catégorie 1 à 3, qui desservaient environ 87 000 clients par succursale⁹. Le secteur bancaire s'est développé rapidement entre 2006 et 2010, avec un quasi-doublement des actifs qui sont passés à 28 % du PIB. Cette croissance ne s'est toutefois pas traduite par une plus grande efficacité, ni par une plus forte extension des services financiers. En particulier, le secteur financier formel n'a jamais pu élargir sensiblement son accès au secteur rural et aux segments non bancarisés de la population à cause, en partie, de l'incapacité d'un système financier étroit à exploiter des économies d'échelle.

B. Comment s'attaquer au problème

40. **La faible pénétration du secteur financier formel dans les régions rurales a favorisé l'essor d'autres acteurs, dont les institutions financières informelles.** À cet égard, les prestataires de services financiers semi-formels ou informels (institutions de microfinance, entités relevant d'organisations non gouvernementales et nombre d'autres opérateurs informels) se sont révélés être des vecteurs d'extension de ces services, notamment en milieu rural. Le tableau III.2 donne une estimation, établie à partir d'une série de données incomplètes, de la taille du secteur de la microfinance. Il convient de souligner que, dans la présente étude, les institutions de microfinance (IMF) désignent le segment du marché desservi et non cette catégorie d'institutions¹⁰.

41. **Les comptes de prêt et de dépôt des IMF étaient pour l'essentiel relativement peu importants, surtout dans les zones rurales.** Le solde moyen des prêts était de 54 % du PIB par habitant pour les institutions de la catégorie 4, contre 146 % pour ceux de la catégorie 1. Les dépôts dans les institutions de la catégorie 4 étaient encore plus faibles, avec un solde moyen de l'ordre de 10 % du PIB par habitant (Siebel, H.D., 2003). Le Tableau III.3 montre l'importance relative des différents acteurs. Selon une enquête de FinScope menée en 2007, 62 % de la population ougandaise (environ 18 millions de personnes), dont 65 % habitait dans les régions rurales, n'avait accès à aucun service financier. Pour les 38 % restant, la prestation des services auxquels ils pouvaient avoir accès sous une forme ou une autre était assurée principalement par des institutions non réglementées (20 %), mais 58 % de la population urbaine et 65 % de la population rurale n'avait accès à aucun service financier.

⁹ Les institutions financières sont classées comme suit : catégorie 1 — banques commerciales, catégorie 2 — institutions de crédit, catégorie 3 — institutions de microdépôts (IMD) et catégorie 4 — COOPEC, IMF-ONG et autres IMF non réglementées.

¹⁰ L'expression IMF couvre en l'occurrence toutes les entités financières opérant dans le secteur de la microfinance (coopératives et autres organismes appartenant à leurs membres (COOPEC), institutions financières publiques spécialisées, ONG, sociétés de microfinance et IMF. Cette définition s'inscrit dans la logique de celle du CGAP dans : *Measuring Access to Financial Services around the World*, CGAP, 2009, p. 7.

Tableau III.2. Activité des IMF à la fin de 2003¹¹

	COOPEC				ONGI/	Catégorie 4, total
	UCSCU	UCA	AMFIU	COOPEC, total		
Nombre d'établissements	14	57	3	74	5	79
Nombre de membres/clients	10 207	28 468	42 248	80 923	71 192	152 115
Capital social (000 d' UGX) 2/	520 032	324 689	2 823 434	3 668 155	2 771 171	6 439 326
Dépôts (000 d' UGX)	3 457 919	583 873	1 169 075	5 210 867	1 157 986	6 368 853
Portefeuille de prêts (000 d' UGX)	2 210 073	621 720	5 243 635	8 075 428	11 391 611	19 467 039
Nombre de prêts ^{3/}				20 231	64 821	85 052
Prêt moyen (000 d' UGX)				399,2	175,7	228,9
En % du PIB par habitant				93,9	41,4	53,9
Dépôt moyen (000 d' UGX)				64,4	16,3	41,9
En % du PIB par habitant				15,1	3,8	9,9

Sources : UCSCU, projet FSDU (UCA et AMFIU) et projet SPEED

1/ Participants au projet SPEED ne relevant pas de la catégorie 3.

2/ Epargne forcée dans les ONG.

3/ Par hypothèse, 1/4 des membres des COOPEC sont emprunteurs.

Tableau III.3. Acteurs de la finance en milieu rural (parts de marché)

(En pourcentage)

	Epargne	Prêts
	En %	
Banques/institutions de crédit (hors IV)	14,1	2,4
COOPEC	2,7	1,3
IMF (IMD et autres IMF)	3,7	2,4
ONG	0,7	0,2
ASEC	4,3	1,6
Club d'épargne	3,6	0,7
AREC	8,4	-
Caisse de prévoyance sociale	3,2	0,3
Cercle d'investissement	2,1	0,2
Famille des amis	12,7	8,4
Boutiques	0,7	18,0
Employeur	0,2	0,2
Epargne cachée	68,4	-
Bailleur de fonds informel	0,1	0,5

Source : Johnson, S et Max Nino-Zarazua, 2009.

42. **L'État a activement soutenu les IMF.** Il a notamment fait adopter la MDI Act (loi sur les IMF) et modifier la Financial Institutions Act (loi sur les institutions financières) pour renforcer les moyens de contrôle de la banque centrale (Bank of Uganda ; BOU), ce qui a permis de faire passer les IMF relativement importantes au statut d'institution réglementée et de les faire surveiller par la BOU, de créer des COOPEC dans chaque district et de leur octroyer des subventions financières. Les

¹¹ **UCSCU** : Uganda Cooperative Savings and Credit Union, **UCA** : Uganda Cooperative Alliance, **AMFIU** : Association of Microfinance Institutions in Uganda, **ONG** : organisation non gouvernementale, **FSDU** : Financial Sector Deepening Project Uganda, **SPEED** : Support for Private Enterprise Expansion and Development.

IMF converties en institutions réglementées pouvaient mobiliser plus efficacement des ressources et augmenter le nombre et la gamme des produits offerts. Les modifications comme celles qui permettaient aux IMF de fonctionner comme des « banques de microfinance », qui assouplissaient les exigences imposées en matière de succursales et qui autorisaient la création d'agences bancaires devaient assurer une différenciation fondée sur la valeur des chartes bancaires, accroître les avantages de la réglementation et rendre plus efficace la prestation de services dans les régions rurales.

43. **La Rural Financial Services Strategy (RFSS) présentée en 2008 a été une stratégie volontariste lancée pour soutenir les COOPEC.** Afin d'améliorer les capacités de prêt des COOPEC, de nouvelles COOPEC ont été créées dans chaque subdivision des comtés. Les COOPEC existantes ont été renforcées en encourageant les ménages ruraux à ouvrir des comptes d'épargne et à accéder au crédit par leur intermédiaire. En outre, les fonds mis à la disposition des COOPEC ont été accrus grâce à l'octroi de crédits bonifiés, l'objectif étant qu'elles rétrocèdent ces fonds à leurs membres à des taux d'intérêt fixés par l'État.

44. **Ces mesures ont contribué à la croissance exponentielle des COOPEC.** Le nombre des COOPEC agréées a doublé en moins de deux ans. À la fin de juillet 2011, le vaste groupe des institutions de la catégorie 4 comptait environ 180 organisations non gouvernementales (ONG), plusieurs sociétés de microfinance et environ 2.800 COOPEC. L'épargne et le capital social de l'ensemble des COOPEC représentaient environ 2 % de l'épargne du système bancaire, avec 1,5 million de membres en règle. La première de ces institutions détenait environ 800.000 comptes de prêt et 2,5 millions de comptes de dépôt approuvés. En peu de temps, ces IMF sont devenues les institutions financières dominantes dans beaucoup de communautés rurales.

45. **Alors qu'il était soutenu par les autorités, le secteur organisé de la microfinance n'a pu supplanter le rôle des prestataires de services informels et non organisés.** Selon une étude FinScope menée en 2009, le nombre de personnes ayant accès aux services financiers (formels et informels) est passé de 57 % en 2006 à 72 % en 2009. Cependant, les prestataires informels (caisses d'épargne et de crédit des villages, associations d'épargne et de crédit par accumulation, tontines et prêteurs) ont représenté une part importante de cette augmentation. Il était aussi manifeste que le crédit octroyé par les COOPEC augmentait encore plus rapidement que l'épargne.

46. **L'accès aux services financiers offert par les nouvelles technologies a été un autre facteur important.** Les paiements par mobile (c'est-à-dire par l'intermédiaire d'un téléphone mobile) ont aussi modifié le paysage de la prestation de ces services. Grâce à la facilité relative avec laquelle la valeur monétaire pouvait être stockée, un large segment de la population a rapidement accepté le produit (la hausse mensuelle moyenne du nombre des clients était de l'ordre de 5 %). Les progrès continus dans la technologie de la téléphonie mobile et les systèmes de cryptage et la progression régulière, parallèlement aux paiements par mobile, de la banque à distance ont permis à de plus en plus de personnes d'accéder à ces services, remodelant sans cesse les principes économiques de la prestation des services financiers, en particulier dans les régions éloignées.

47. **Comme dans le cas de la microfinance, la stratégie de la BOU a été de soutenir l'innovation et l'évolution du paiement par mobile.** Le cadre réglementaire allégé qui en est résulté a peut-être, dans une certaine mesure, permis aux opérateurs de téléphonie mobile d'offrir

plusieurs variantes du produit, y compris l'évolution parallèle de ce qui est proche d'un commutateur de paiement, et à ce produit d'intégrer de plus en plus l'infrastructure formelle des paiements.

C. Comment évaluer les conséquences

48. **Le secteur bancaire formel a traditionnellement supporté l'essentiel des efforts d'inclusion et d'approfondissement financiers.** Pour intensifier ces efforts, les autorités ont créé la première banque nationale l'Uganda Commercial Bank (UCB). Les pertes de la quasi-totalité de ses succursales rurales ont entraîné leur fermeture, avant que l'UCB elle-même soit liquidée/reconstituée en 1998. La disparition de l'UCB, parallèlement aux contraintes croissantes qui s'exerçaient sur les prêts dans les régions rurales, a fait ressortir la difficulté d'offrir des services financiers commercialement viables dans ces régions. Les banques commerciales ont continué de montrer une tolérance limitée à l'égard du crédit à l'agriculture, la principale activité dans le secteur rural. Cependant, une certaine croissance de ce crédit était attribuable à la mise en place d'un mécanisme de garantie partielle, qui permettait de partager également le risque de crédit entre les banques et la caution, ainsi qu'aux pratiques de prêt relativement plus innovantes d'au moins une banque (Centenary Bank), dont plus de 80 % des clients appartenaient au portefeuille de la microfinance¹².

49. **Grâce aux IMF, aux paiements par mobile et à un vaste cadre macroéconomique et institutionnel favorable, l'accès des collectivités rurales éloignées non bancarisées aux services financiers a été élargi.** En une vingtaine d'années, le secteur des IMF, qui était insignifiant dans les années 90, est devenu un sous-secteur important. Par ailleurs, les indicateurs classiques d'accès établis en fonction des données sur les banques se sont améliorés et se comparent maintenant favorablement avec ceux des pays voisins.

50. **L'intégration des IMD au cadre réglementaire de la BOU a permis de développer les services financiers en utilisant des pratiques de crédit sûres.** Outre la concurrence renforcée du secteur de la microfinance, l'agrément/conversion des IMF leur a conféré une orientation plus commerciale et innovante. Selon une étude (Friends Consult Ltd., 2008) menée deux ans après l'agrément de la première IMD, l'intégration de ces établissements au secteur financier formel a permis à davantage de personnes d'accéder aux services financiers formels.

51. **Le nombre plus élevé d'IMF ne s'est toutefois pas traduit par une réduction significative de la proportion des non-bancarisés.** D'après une étude de FinScope menée en 2009, le nombre de personnes ayant accès aux services financiers (tant formels qu'informels) est passé de 57 % en 2006 à 72 % en 2009. Toutefois, les prestataires de services informels (caisses d'épargne et de crédit des villages, associations d'épargne et de crédit par accumulation, tontines et prêteurs) ont fortement contribué à cette augmentation. A cause de la faible densité

¹² Pour s'engager dans le crédit au secteur agricole, la Centenary Bank a accepté des garanties (chèques datés, matériel acquis par voie de microleasing, par exemple) et a octroyé des crédits à la traction animale pour l'acquisition de charrues et de bœufs. Voir le rapport annuel de 2007 de cette banque. La DFCU Bank a utilisé pour élargir l'accès aux services financiers une stratégie analogue (leasing d'outillage et de matériel).

démographique de nombreuses régions rurales, d'un accès médiocre aux voies de communication, à l'électricité et aux réseaux de téléphonie cellulaire et du niveau peu élevé des revenus, de nombreuses collectivités ne pourront sans doute pas attirer les IMF, ce qui limite toute future progression de l'accès aux services financiers. Le manque de compétences à tous les niveaux et la faiblesse de la culture financière sont peut-être aussi des contraintes. En outre, il se peut que les cadres légaux et réglementaires ne soutiennent pas suffisamment le développement de produits abordables adaptés aux besoins des régions rurales.

52. **Parallèlement au développement des réseaux d'institutions financières ou autres formelles, semi formelles ou informelles, l'utilisation croissante du paiement par mobile offre des services financiers rudimentaires aux régions rurales.** Par exemple, le nombre de banques, d'établissements de crédit et de succursales d'IMF a plus que doublé depuis 2007. Le nombre de plus en plus élevé des prestataires de services de paiement par mobile complète cet approfondissement financier.

D. Contraintes institutionnelles et risques

53. **Le secteur de la microfinance présente des perspectives intéressantes en ce qui concerne l'élargissement de l'accès des collectivités rurales éloignées aux services financiers; cependant, il existe un certain nombre de contraintes.**

Contraintes institutionnelles

54. **Il n'y a aucun cadre légal et réglementaire pour les IMF et les COOPEC (Encadré III.1).** La faillite de plusieurs IMF (contre lesquelles les clients n'avaient aucun recours) et les domaines d'activité mal définis de certaines de ces petites entités ont amené le gouvernement à préparer un projet de loi propre aux IMF. Lorsqu'elle sera approuvée, cette législation devrait permettre la mise en place d'un cadre réglementaire et de surveillance pertinent pour les IMF. La capacité institutionnelle de surveillance et de réglementation des COOPEC est très limitée. Dans un effort en vue d'améliorer le contrôle de ces entités, le gouvernement a choisi l'Uganda Cooperative Savings and Credit Union (UCSCU) comme organe faîtière de toutes les COOPEC. L'UCSCU est responsable de l'auto réglementation et surveillance des COOPEC, sans avoir la capacité institutionnelle d'exécuter efficacement ces fonctions. Selon le CGAP, l'efficacité des organes fédérateurs est une question à laquelle il est impossible d'apporter une réponse catégorique à cause du nombre limité d'informations disponibles, des différents contextes nationaux et des divergences de vues légitimes sur les objectifs de ces organes (Encadré III.2).

55. **La disponibilité et la qualité des garanties restent les principaux obstacles au crédit au secteur rural.** La médiocrité des garanties et des informations sur le crédit et la multiplication des risques non assurés freinent le développement de l'intermédiation. L'établissement des titres de propriété, l'inscription au cadastre et la fiabilité des titres fonciers empêchent de garantir les prêts par des terres en Ouganda comme dans nombre de pays (Meyer et al., 2004). Les conséquences de ce qui précède sur les prêts en milieu rural ne sont pas insignifiantes. Cela peut limiter l'octroi de crédits et accroître le nombre des défaillances, deux facteurs qui pénalisent l'élargissement de l'accès aux services financiers.

Encadré III.1. Résumé des principes directeurs sur la réglementation et la surveillance de la microfinance

- Une réglementation et une surveillance prudentielles sont nécessaires pour que le secteur de la microfinance exploite pleinement son potentiel
- Il convient d'examiner plus rapidement et plus attentivement qu'à l'heure actuelle les capacités en matière de surveillance, ainsi que ses coûts et ses conséquences
- Les fonds propres minimums doivent être fixés à un niveau assez élevé de façon à ce que l'autorité de contrôle ne soit pas submergée par un nombre de nouvelles institutions qu'elle ne puisse surveiller efficacement
- Toute institution de microcrédit ne devrait être agréée à recevoir des dépôts que si elle a prouvé sa capacité à gérer ses prêts de manière assez rentable pour couvrir l'ensemble de ses frais, y compris les frais financiers et administratifs supplémentaires entraînés par la mobilisation des dépôts qu'elle entend recueillir.

Source : CGAP, Microfinance Consensus Guidelines: Guiding Principles on Regulation and Supervision of Microfinance, 2003.

56. **La médiocrité des informations sur les emprunteurs continue d'être un problème épineux pour les IMF, y compris les COOPEC.** L'absence d'une culture du crédit saine, la prédominance des emprunts multiples¹³ et les cas de défaillance influent sur les résultats des COOPEC. En raison des difficultés que posent l'authentification de l'identité des emprunteurs éventuels et l'accès à des informations fiables sur les crédits/emprunteurs, les institutions doivent s'appuyer sur le modèle de banque relationnelle pour évaluer le risque de crédit. En 2008, une agence d'évaluation du crédit (Credit Reference Bureau — CRB), efficace pour évaluer les clients déjà dans le système, a été créée, sans toutefois être utile en ce qui concerne les nouveaux clients. En outre, certaines IMF (dont les COOPEC) ne peuvent s'adresser à la CRB.

57. **Les nouvelles technologies peuvent créer des externalités de réseau qui s'accompagnent éventuellement d'inconvénients de la nature de ceux d'un monopole naturel.** Dans le cas du secteur en expansion des paiements par mobile, ces innovations pourraient aussi soulever des questions légales, réglementaires et de contrôle que la banque centrale devrait examiner, alors qu'elle est peut-être mal équipée pour le faire.

¹³ Selon l'enquête FinScope de 2007, au moins 22 % des Ougandais qui avaient emprunté à des institutions financières formelles avaient emprunté à plus d'une institution.

Encadré III.2. Enseignements mondiaux à tirer des institutions faitières¹⁴

- Les institutions faitières accroissent l'offre de ressources mises à la disposition des institutions de microfinance non agréées, du moins à court terme.
- Dans la plupart des pays toutefois, le développement de la microfinance est davantage freiné par un manque d'institutions robustes au niveau du détail que par une pénurie de financement de gros.
- Les institutions faitières ne sont pas parvenues à établir des relais entre les IMF et les sources de financement commercial. En fait, la possibilité d'obtenir des financements plus facilement auprès de ces institutions réduit les incitations à solliciter des fonds commerciaux.
- Les institutions faitières des institutions de microfinance non agréés (comme les ONG) sont le plus vraisemblablement efficaces lorsqu'elles sont créées en réaction à l'existence d'une masse critique d'IMF de détail compétentes (PKSF au Bangladesh, par exemple).
- Les documents de planification des institutions fédératrices surestiment en général le nombre d'IMF de détail suffisant pour canaliser efficacement les fonds de ces institutions.
- Les donateurs et les gouvernements ont tendance à exercer des pressions peu réalistes sur les institutions fédératrices pour qu'elles procèdent à des décaissements. Il serait en général préférable que le financement initial d'une institution fédératrice soit modeste, des sommes plus élevées étant ajoutées par la suite en fonction de la demande et des capacités prouvées.
- L'ingérence politique est un problème courant dans les institutions faitières, malgré les assurances données à l'effet contraire lors de la phase de planification. La meilleure protection consistera en général à maintenir la participation de l'État à la gouvernance de l'institution fédératrice au niveau le plus faible possible.
- La fonction la plus importante de la gestion des institutions fédératrices est sans doute la sélection des IMF à financer. Le nombre des IMF réunissant les conditions requises étant en général limité, la direction éprouve des difficultés à appliquer les bons critères de sélection face aux pressions politiques exercées pour décaisser rapidement des montants élevés.
- Dans la surveillance par les institutions fédératrices des IMF qu'elles financent, il est probablement plus efficace de se focaliser sur des objectifs de performance institutionnelle peu nombreux, définis avec précision et réalisés sérieusement que d'exiger beaucoup d'informations sur l'emploi détaillé des fonds.

Source : CGAP, Apex Institutions in Microfinance, CGAP Occasional Paper 6, 2002.

¹⁴ Il s'agit d'institutions de gros qui acheminent des fonds, avec ou sans l'appui de services techniques, vers les institutions de microfinance de détail dans un seul pays ou sur un marché intégré. Le K-REP du Kenya (créé en 1984), le Center for Microenterprise Finance (CMF) de l'Ouganda et l'Ouganda Cooperative Savings and Credit Union (UCSCU) sont des exemples.

Risques liés aux nouvelles institutions

58. **Compte tenu de leur taille globale et de la structure des liens entre ces entités et le secteur financier formel, les risques sous-jacents ne semblent pas de nature systémique.**

Cependant, d'autres risques demeurent.

- La création de nouvelles COOPEC risque éventuellement d'encourager une prolifération potentiellement préjudiciable de petites entités, mettant à l'épreuve les capacités prudentielles. Même lorsqu'une COOPEC peut se justifier, le risque de politisation peut assombrir les perspectives.
- La défaillance de certaines COOPEC a laissé leurs membres sans mécanismes de recouvrement de leurs dépôts. Davantage de défaillances pourraient créer une crise de confiance.
- Les subventions versées aux COOPEC et aux autres institutions d'épargne et de crédit réduisent les incitations à mobiliser l'épargne et peuvent affaiblir les normes de prêt.
- Les efforts déployés pour élargir l'accès aux services financiers par l'octroi de subventions pourraient avoir désavantagé les institutions autres que les COOPEC et remplacer les circuits fondés sur le marché par des prêts directs.
- Les prêts dirigés de l'État introduisent des distorsions et, à long terme, compromettent la viabilité des IMF et des COOPEC.

En ce qui concerne les paiements par mobile, les risques ci-après sont manifestes :

- Lorsque les plus récentes technologies ne sont pas intégrées dans une législation sur le système national de paiement, les mesures réglementaires et le contrôle de la banque centrale peuvent être remises en question, faisant naître un risque de réputation et de paiement.
- Le caractère ouvertement prudent des actions réglementaires et de contrôle lancées par la banque centrale pourrait créer des déficits de réglementation ouvrant la voie à des stratégies monopolistiques en matière de produits et de prix et permettre la mise en place, sans normes adéquates, ni appropriées, d'éléments d'une infrastructure de paiement de détail.
- En cas de défaillance opérationnelle, les transactions financières exécutées sans base juridique pour les signatures électroniques peuvent poser un risque particulier non seulement pour le développement des paiements par mobile, mais aussi lorsque le cadre de paiement par mobile s'intègre à une infrastructure des paiements de détail formelle et réglementée.
- Faute de collaboration entre la BOU et l'Uganda Communications Commission (l'autorité de contrôle des télécommunications), les opérateurs de téléphonie mobile et leurs produits peuvent se multiplier sans que soient évalués le bien-fondé et l'efficacité de la technologie.

E. Conclusion

59. **Principaux enseignements** : l'expérience ougandaise montre que l'État devrait adopter une politique visant à élargir l'accès aux services financiers et qu'il est important de collaborer avec les filières formelles et informelles pour atteindre l'objectif d'une vaste inclusion financière.

60. **Principales politiques et conséquences** : les autorités ont adopté une politique, appuyée par une réglementation adaptable, qui vise à encourager activement la microfinance et les COOPEC. Si cette politique a permis à ces institutions, ainsi qu'aux services financiers, de se développer, les institutions non réglementées continuent d'être une source importante de services d'épargne et de crédit. Le développement privé des services de paiement par mobile, qui bénéficiaient au départ d'une réglementation allégée, a facilité l'extension des services financiers et leur adoption par les banques élargit le système formel.

61. **Principaux risques** : les politiques officielles n'étaient pas sans inconvénient : i) une prolifération des petites COOPEC a remis en question les capacités réglementaires et de surveillance, ce qui s'est traduit par des défaillances et ii) les subventions versées par l'État et le crédit dirigé peuvent être à l'origine d'un aléa moral, réduisant les incitations à évaluer correctement le risque de crédit et décourageant éventuellement les services fondés sur le marché. L'utilisation des téléphones mobiles tant pour les paiements que pour les télécommunications doit être réglementée et, si une approche initialement allégée peut être appropriée, une législation et une surveillance nationales des paiements, ainsi qu'une collaboration avec l'autorité de contrôle des télécommunications, sont nécessaires pour éviter les risques inhérents aux paiements. La multiplication des institutions de microfinance, toutes centrées sur la population rurale la moins avertie, peut aboutir à des niveaux insoutenables d'endettement rural, ce que l'on appelle couramment le phénomène d'«Andhra Pradesh».

Bibliographie

- CGAP and Microfinance Information Exchange, 2010, "Sub Saharan Africa 2009- Microfinance Analysis and Benchmarking Report," Available at <http://www.cgap.org/p/site/c/pubs/>.
- CGAP, 2002, "Apex Institutions in Microfinance," CGAP Occasional Paper 6. Available at <http://www.cgap.org/p/site/c/pubs/>.
- CGAP, 2003, "Microfinance Consensus Guidelines: Guiding Principles on Regulation and Supervision of Microfinance." Available at <http://www.cgap.org/p/site/c/pubs/>.
- CGAP, 2009, "Overview of Microfinance-Related Legal and Policy Reform in Sub-Saharan Africa." Available at <http://www.cgap.org/p/site/c/pubs/>.
- Claessens, S, 2006, "Access to Financial Services: A Review of the Issues and Public Policy Objectives," *World Bank Research Observer* 21 (2), pp. 207-240.
- Fiorillo, A, 2006, "The Effects of Wholesale Lending to SACCO in Uganda, FSDU." Available at www.ruralfinance.org/
- Friends Consult Ltd., 2008, "Uganda Microfinance Industry Assessment," (AIMFU, Kampala, Uganda). Available at <http://www.friendsconsult.co.ug/>
- Friends Consult, 2007, "Status of Missing SACCO and IMF," from the 2005/6 Census of Tier 4.
- Institutions by Friends Consult, AIMFU, Kampala, Uganda. Available at <http://www.friendsconsult.co.ug/>
- Hawkins, Penelope, 2010, "Financial Access: What has the Crisis Changed?" BIS Paper No. 56. Available at www.bis.org/publ/bppdf/bispap56c.pdf
- Honohan, P, 2007, "Cross Country Variations in Household Access to Financial Services," World Bank Conference on Access to Finance, Washington, D.C.. Available at <http://www.worldbank.org/>.
- Johnson, S, 2007, "Financial Exclusion in Uganda: An Analysis of Financial Service Use," FSDP, Uganda. Available at www.fsd.org/
- Johnson, Susan and Max Nino-Zarazua, 2009, "Financial Access and Exclusion in Kenya and Uganda," *Bath Papers in International Development*, No. 1. Available at <http://bath.ac.uk/cds/>.
- Meyer, Richard L, Richard Roberts, and Adam Mugume, 2004, "Agricultural Finance in Uganda: The Way Forward," FSD Series No. 13, Prepared for the Bank of Uganda/GTZ/Sida Financial System Development Programme and KfW, Kampala, Uganda. Available at <http://www.gtz.de/>
- Mugume, Adam, 2005, "Market Structure and Performance in Uganda's Banking Industry, AERC," Working Paper, Department of Economic Theory and Analysis, Makerere University, Kampala, Uganda. Available at www.africametrics.org/documents/
- Siebel, H.D., 2003, "Centenary Rural Development Bank, Uganda: A flagship of rural bank reform in Africa," *Small Enterprise Development* 14 (3). Available at <http://www.ingentaconnect.com/>

Steadman Group, 2007, "Results of a National Survey on Access to Financial Services in Uganda," produced for the DFID Financial Sector Deepening Project/FinScope. Available at www.fsd.org/pdfs/Finscope_Report.pdf

World Bank, 2009, "Making Finance Work for Uganda." Available at <http://www.worldbank.org>

IV. L'INTERMÉDIATION BANCAIRE FORMELLE DANS LES ÉCONOMIES EN TRANSITION¹⁵

Les économies en transition offrent une expérience unique pour examiner les déterminants de l'intermédiation financière. La présente étude de cas porte essentiellement sur le développement d'un secteur bancaire moderne dans ces pays¹⁶. Elle examine les principaux facteurs qui ont influencé l'évolution de l'intermédiation, faisant ressortir l'importance de la stabilité macroéconomique comme condition préalable. En outre, des réformes réglementaires et institutionnelles sont cruciales pour réussir l'approfondissement financier et éviter les défaillances bancaires. Si la pénétration des banques étrangères et l'accès au financement transfrontalier ont puissamment stimulé cet approfondissement dans de nombreux pays en transition, ils ont été une source de vulnérabilité pendant la période qui a précédé la crise mondiale.

A. Situation initiale

62. **Les institutions bancaires modernes étaient pour ainsi dire inexistantes dans les économies planifiées d'Europe centrale et de l'ex URSS.** Après l'effondrement de l'Union soviétique, les économies en transition ont été confrontées au problème de la création de systèmes bancaires fondés sur le marché et opérationnels. Dans les économies à planification centrale, le système «monobancaire» faisait naître et distribuait les créances et suivait les opérations imposées par le plan central¹⁷. Les banques n'avaient guère la capacité de faire de l'intermédiation financière et il n'y avait pas de marchés des valeurs mobilières. Le contrôle direct des activités monobancaires par l'État remplaçait la réglementation et la surveillance prudentielles des institutions financières.

63. **Les systèmes bancaires modernes sont nés dans un contexte marqué par un effondrement macroéconomique massif et une incertitude économique considérable.** Les fluctuations macroéconomiques ont provoqué des baisses vertigineuses du niveau de vie à cause de la hausse rapide des prix et de la forte contraction de la production réelle dans ces pays. En 1992, l'inflation se chiffrait en moyenne à 200 % dans les pays d'ECO et les États baltes et dépassait nettement 1000 % dans certains pays (Macédoine et Lituanie). Elle était sensiblement plus élevée dans les pays de la CEI, atteignant 1400 % en moyenne en 1992, voire excédant 2000 % dans certains d'entre eux (Kazakhstan, Moldova, Russie et Ukraine). L'effondrement de la production réelle, conjugué au gonflement des déficits budgétaires (à cause du rétrécissement des bases de

¹⁵ Préparé par Arto Kovanen (MCM)

¹⁶ Pays d'Europe centrale et orientale (ECO), États baltes et pays de la Communauté des États indépendants (CEI), qui s'est formée après l'effondrement de l'Union soviétique. Nous avons inclus dans le groupe ECO plusieurs États d'Europe du Sud (Albanie, Croatie, Serbie, Slovaquie, Macédoine, Monténégro et Bosnie-Herzégovine).

¹⁷ Le système bancaire à deux niveaux n'existait pas dans la plupart des pays, car la séparation entre la banque centrale et les banques créatrices de monnaie était floue.

recettes et du manque de flexibilité des structures de la dépense) qui étaient monétisés, explique en partie cette inflation.

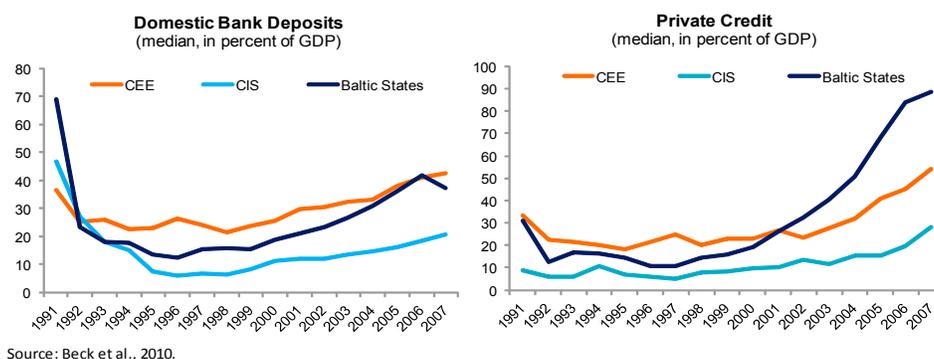
64. **La transition a entraîné une transformation profonde du rôle joué par les banques commerciales**, qui, assez souvent, s'est faite en trois phases (Cottarelli et al., 2003) : (i) annulation d'une part importante des prêts accordés par les banques publiques, pour l'essentiel aux entreprises d'État, (ii) vente de banques, principalement à des investisseurs étrangers, et (iii) amorce d'opérations bancaires plus classiques, dont l'augmentation des prêts aux entreprises privées. La chronologie de ce processus a varié selon les pays, en fonction du rythme de transformation des institutions et des structures bancaires.

B. Développement de l'intermédiation : des rythmes variables

65. **Le secteur bancaire des économies en transition enregistre une forte expansion depuis la fin des années 90 (Graphique IV.1).** Cependant, le profil de l'approfondissement financier a été très différent selon les pays et les régions sous l'effet de divers facteurs. Alors que cet approfondissement avançait à des rythmes inégaux, les banques sont restées la forme la plus importante d'intermédiation financière dans ces pays, comme en Europe de l'Ouest où elles dominent la création du crédit.

66. **La situation macroéconomique, le renforcement des institutions et les réformes du secteur bancaire, ainsi que la qualité institutionnelle globale et les réformes structurelles, sont les facteurs qui ont joué un rôle clé dans l'approfondissement du secteur bancaire.** L'adhésion à l'UE a donné une forte impulsion aux réformes dans les pays en transition. En même temps, la perspective d'une adhésion à l'UE (et ultérieurement l'adoption de l'euro) ont rendu ces marchés bancaires mal desservis attrayants pour les banques européennes une fois réalisée la stabilité macroéconomique et mise en place une réglementation appropriée (Bonin et al., 2008).

Graphique IV.1. Approfondissement financier dans les pays en transition, 1991–09



Stabilité macroéconomique

67. **La stabilité macroéconomique a en général été réalisée pendant les années 90.** La profondeur du recul initial, ainsi que la redressement ultérieur, a toutefois varié selon les pays. La reprise a en général été plus rapide dans les pays baltes et d'ECO que dans ceux de la CEI et, une

fois établi un environnement macroéconomique stable, l'expansion du crédit a décollé. Cela reflétait les mesures prises pour contenir une inflation forte et volatile qui obscurcissait le rôle de signal des prix, créait des incertitudes au sujet du rendement des investissements et décourageait la demande d'actifs financiers. En général, l'expansion du crédit et la mobilisation des dépôts ont été plus faibles dans les pays où l'inflation restait élevée (IMF, 2007; ERBD, 1998).

68. Si toutes les régions ont enregistré une baisse des taux d'inflation après l'importante stabilisation macroéconomique, le processus de désinflation a été différent selon les régions.

Dans les pays baltes et d'ECO, l'inflation a reculé assez rapidement pour s'établir en moyenne à moins de 10 % à la fin des années 90, de bonnes politiques macroéconomiques (un rééquilibrage des finances publiques en particulier) ayant aidé à ramener les soldes internes et externes à des niveaux plus viables. Dans les pays de la CEI en revanche, l'inflation était plus profondément installée. L'amélioration moyenne de ses résultats dans les diverses régions a masqué d'importantes différences entre les pays, voire des revers dans certains d'entre eux (en Russie par exemple, l'effondrement du rouble en 1998 a été en partie à l'origine d'une hausse de l'inflation). Dans les pays où la désinflation a été plus rapide, l'expansion du crédit privé depuis le milieu des années 90 est aussi attribuable à une mobilisation plus forte des dépôts (hausse du ratio dépôts/PIB)¹⁸. Dans les pays de la CEI, le ratio dépôts/PIB (mesure à la fois du développement du secteur bancaire et de la confiance du public dans le système bancaire) s'est nettement redressé après 2000, à mesure que progressait la stabilité macroéconomique.

69. Les taux d'intérêt réels ont aussi enregistré une forte baisse parallèlement à la désinflation, surtout après 2000. Ce recul a été plus prononcé dans les pays baltes et a suivi l'assouplissement des conditions du crédit, qui, en conséquence, en a activé l'expansion. Des tendances analogues ont été observées dans les pays d'ECO et de la CEI, mais le coût réel du crédit est demeuré nettement plus élevé dans ces derniers au cours de cette période, du fait de la faiblesse de l'environnement macroéconomique et des effets de politiques budgétaires expansionnistes.

Renforcement des institutions et réforme du secteur bancaire

70. Le démantèlement des anciens systèmes monobancaires, qui avait été amorcé au cours des années 90, s'est fait selon différentes approches. En Union soviétique, où le secteur bancaire a été l'un des premiers secteurs à être libéralisé dans le cadre de la perestroïka, des coentreprises et des banques coopératives semi privées sont apparues en 1987, ce qui a été à l'origine d'une hausse rapide du nombre des banques. Sous l'effet conjugué des faibles exigences en matière de capitalisation, qui ne dissuadent guère l'entrée dans le système bancaire, et de réglementations inadéquates, de nombreuses banques ont fréquemment fait faillite. En revanche, l'approche suivie par beaucoup de pays d'ECO se fondait sur la stratégie visant à faire sortir les banques commerciales du système monobancaire étatique, tout en limitant l'arrivée de nouvelles banques.

¹⁸ Cottarelli et al. (2003) notent qu'en Bulgarie, Hongrie et Croatie, la hausse des dépôts et le recul du crédit à l'État ont permis aux banques d'améliorer leur position nette sur actifs extérieurs, alors que, dans d'autres pays (Estonie, Lettonie, Pologne et Slovénie), une augmentation des emprunts extérieurs a soutenu cette hausse.

71. **Les faillites bancaires et la crise systémique ont touché presque tous les pays en transition en cours de libéralisation.** Parmi les problèmes, il est possible de citer une gestion préoccupante des créances douteuses et une réglementation et une surveillance insuffisantes du début au milieu des années 90. En l'absence d'institutions bancaires indépendantes axées sur le marché, les flux de nouvelles créances douteuses ont continué de s'accumuler dans un contexte marqué par de fortes incertitudes macroéconomiques. La multiplication des nouvelles banques, souvent sous-capitalisées, a alourdi encore une structure réglementaire sous-développée. Les autorités de surveillance n'avaient ni les incitations, ni l'expérience, nécessaires pour affronter ce problème. Dans une certaine mesure, les récessions nées de la transition et les graves chocs sur le secteur réel se sont reflétées dans les bilans des banques. Cependant, la surveillance laxiste et la réglementation rudimentaire des institutions financières récemment libéralisées, conjuguées à un environnement macroéconomique instable, ont engendré des problèmes et des crises généralisées dans le secteur bancaire.

72. **La privatisation et l'assainissement des banques ont rapidement progressé à la fin des années 90 et au début des années 2000, en général avec la participation de banques étrangères.** Après leur faillite, les banques ont été privatisées et souvent vendues à des étrangers¹⁹. Dans les pays baltes et d'ECO, une fraction importante du secteur bancaire est passée sous contrôle étranger. Au milieu des années 2000, le processus de privatisation était pour ainsi dire achevé dans ces pays et les dispositifs réglementaires et de surveillance avaient été renforcés. Le retour à une croissance saine, parallèlement à la restructuration des banques et au redressement de leur bilan, a contribué à une hausse de la demande de crédit et encouragé les banques à réévaluer la signature des emprunteurs et à trouver de nouveaux débouchés pour leurs prêts. La pénétration étrangère dans les pays de la CEI n'a toutefois commencé qu'au milieu des années 2000, sous l'effet en partie de la lenteur des réformes institutionnelles et des risques et incertitudes macroéconomiques. (Nagy and Fox, 2008).

73. **Les pays en transition sont passés d'un système monobancaire à un système à deux niveaux.** À cet effet, le programme de restructuration financière de chaque pays prévoyait de se défaire du portefeuille de banques commerciales de la banque nationale pour établir un système à deux niveaux. Cependant, la réforme du secteur bancaire suivait un rythme très différent selon les pays. Dans certains, la réglementation bancaire et les investissements dans le secteur bancaire ont été rapidement renforcés afin de remplir les conditions requises pour adhérer à l'UE. Dans les pays baltes et d'ECO par exemple, l'institution de systèmes bien conçus de réglementation et de surveillance bancaires, ainsi que de cadres juridiques pour la solvabilité bancaire, a nettement progressé à la fin des années 90. Si les contrôles des taux d'intérêt et du crédit ont été libéralisés dans les pays de la CEI, le renforcement des systèmes de réglementation et de surveillance a pris du retard.

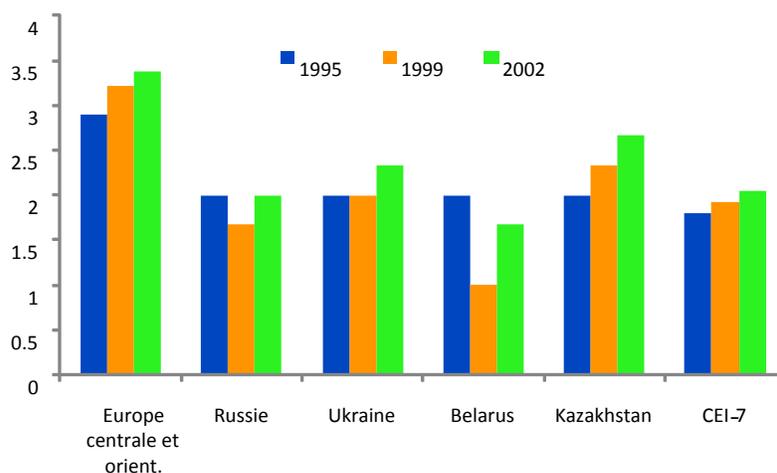
¹⁹ La politique suivie en matière de participation des banques étrangères, à la fois pour la création de succursales et les prises de participation au capital des banques d'État, a sensiblement varié selon les pays en transition (Bonin et al., 2008). En 1995 par exemple, des institutions financières étrangères détenaient près de 40 % des actifs bancaires en Hongrie, contre 16 % et 4 % en République tchèque et en Pologne, respectivement.

Réformes structurelles des institutions

74. **Bien que le cadre juridique de base d'un système bancaire moderne ait été mis en place au début de la transition, d'autres éléments indispensables pour son fonctionnement efficace ont pris plus de temps.** Au nombre de ceux-ci figuraient un système opérationnel d'information sur le crédit, comportant un registre du crédit et des agences de notation, et un système judiciaire fiable pour régler les différends contractuels. D'autres aspects, comme de saines institutions et l'application des lois, qui influent sur l'aptitude du système financier à négocier efficacement les créances sur actifs et l'utilisation de garanties pour l'octroi de crédits ont eux aussi connus une évolution plus progressive.

75. **Dans ce cas également, les considérations relatives à l'adhésion à l'UE ont stimulé de façon cruciale les réformes dans les États baltes et dans nombre des pays d'ECO.** Selon des données de la BERD, les réformes du secteur bancaire et des marchés financiers étaient, au milieu des années 2000, plus avancées dans les pays d'ECO que dans ceux de la CEI (Graphique IV.2). Les candidats à l'adhésion à l'UE ont été les premiers à établir une surveillance bancaire efficace et des systèmes bancaires compétitifs et à enregistrer des avancées significatives dans l'octroi de prêts à long terme au secteur privé. Dans les années 2000, les pays de la CEI ont progressé dans le renforcement des cadres de réglementation et de surveillance bancaire. Cela a aidé à accroître la présence des banques privées. Ces réformes ont contribué à l'expansion du crédit au secteur privé depuis le milieu des années 2000. Si des progrès substantiels ont été réalisés dans la mise en place des bases juridiques d'une intermédiation efficace, les lois concernant la solvabilité des banques et les droits des créanciers continuent souvent d'être faibles et incomplètes.

Graphique IV.2. BERD - Réforme du secteur bancaire



Source : BERD.

C. Évolution du système bancaire pendant la période qui a précédé la crise

76. **Dans plusieurs économies en transition, le crédit progresse rapidement depuis les années 2000.** Dans de nombreux pays, cette évolution est attribuable à de puissants effets de convergence ou « de rattrapage », tirés par l'assouplissement des conditions du crédit (accès plus aisé au crédit et faible coût de son financement), à la hausse des revenus et à la confiance, stimulée par des anticipations optimistes dans les pays baltes et d'ECO (Enoch and Ötcker-Robe, 2007). L'effet d'éviction (réduction des emprunts du secteur public), ainsi que les progrès des réformes structurelles (par exemple, la protection juridique des droits des créanciers) et l'augmentation de la participation du secteur privé au secteur bancaire (par exemple, l'entrée des banques étrangères), a contribué à la croissance des activités bancaires, même dans la CEI. La concurrence, en particulier dans la prise de dépôts de détail, a aussi aidé à renforcer la capacité des banques à mobiliser l'épargne intérieure et à assurer l'orientation client. Les banques dont la part de marché était faible, mais qui bénéficiaient d'une participation étrangère, ont accru les crédits à leurs clients plus rapidement que les autres (IMF, 2011).

77. **Les ménages ont été les principaux bénéficiaires des crédits bancaires.** Selon le rapport 2006 sur la transition de la BERD, le crédit intérieur aux ménages a été beaucoup plus élevé au cours de la période 2000-05 dans les pays baltes et d'ECO que dans la région de la CEI, encore qu'il restait en deçà des normes des pays avancés. La part du financement hypothécaire dans le crédit bancaire au secteur privé, est demeurée faible, en particulier dans les pays de la CEI. Cela s'explique par la croissance rapide du crédit à la consommation dans ces pays, alors que la fragilité des droits de propriété et le manque de clarté des titres de propriété pénalisaient l'octroi de crédits hypothécaires. Par ailleurs, les échéances des emprunts se sont allongées dans les pays baltes et d'ECO, ce qui laisse supposer une plus grande confiance dans leur système financier, alors qu'elles sont restées courtes dans ceux de la CEI. L'accès des entreprises au crédit bancaire était plus limité, dans les pays de la CEI notamment, les fonds internes restant une importante source de financement (environ 60 à 70 %) des fonds de roulement et de l'investissement.

78. **L'expansion rapide du crédit a posé des risques pour les secteurs bancaires et l'économie en général.** Une fraction substantielle des crédits bancaires était libellée en devises, les banques substituant des financements étrangers (financement de gros) à la base de dépôts intérieurs limitée, ce qui augmentait l'exposition au risque de change. Ce facteur a été particulièrement important dans les pays baltes, ainsi que dans plusieurs économies d'ECO (en particulier des pays d'Europe du Sud et de l'Est victimes d'hyperinflation dans les années 90). Dans certains pays, la Croatie par exemple, les hypothèques étaient libellées en euros (Bonin, 2008). Même si la base de dépôts des banques de ces pays était également libellée en euros, le risque de change n'était pas éliminé, car un ralentissement intérieur ou un choc sur le taux de change pouvait modifier la capacité des emprunteurs intérieurs à rembourser en euros. Sous l'effet conjugué des relations étroites entre sociétés mères et filiales et de la forte concentration étrangère dans le secteur bancaire local, certains pays en transition étaient vulnérables aux chocs économiques subis par les pays des sociétés mères (IMF, 2011).

D. Conclusion

79. **Principales leçons.** L'expérience des pays en transition semble indiquer que la stabilité macroéconomique est une condition préalable au démarrage de l'intermédiation financière. En outre, la stabilité macroéconomique et des réformes de la réglementation et des institutions étaient cruciales pour l'approfondissement financier, qu'ont aussi fortement stimulé la participation des banques étrangères et l'accès au financement transfrontalier.

80. **Principales mesures et conséquences.** L'approfondissement financier a été plus rapide dans les pays dont la stabilité macroéconomique avait été rétablie plus tôt et où les réformes financières progressaient plus vite. Cet approfondissement allait de pair avec la mise en place de cadres réglementaires et de surveillance solides (pour prévenir les crises) et le renforcement des structures contractuelles et d'information.

81. **Principaux risques.** Les flux transfrontaliers et la présence étrangère dans les banques ont été à l'origine de graves vulnérabilités à la fois pour le système bancaire et l'économie en général : retournements soudains des flux de capitaux, incapacité des ménages à assurer le service de leur dette, notamment celles libellées en devises, et plus grande exposition à la transmission des risques macrofinanciers.

Bibliographie

Bonin, John, Iftekhar Hasan, and Paul Wachtel, 2010, "Banking in Transition Countries," in *Oxford Handbook of Banking*, edited by Allen Berger, Phillip Molyneuse, and John Wilson (Oxford: Oxford University Press).

Cottarelli, Carlo, Giovanni Dell'Araccia, and Ivanna Vladkova-Hollar, 2003, "Early Birds, Late Risers, and Sleeping Beauties: Credit Growth to the Private Sector in Central and Eastern Europe and the Balkans," IMF Working Paper No. 03/213 (Washington: International Monetary Fund).

Enoch, Charles and Inci Otter-Robe, 2007, *Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe: Endless Boom or Early Warning?* (Washington: International Monetary Fund).

European Bank for Reconstruction and Development, 1998, "Transition Report 1998: Financial Sector in Transition."

Hilbers, Paul, Inci Otter-Robe, Ceyla Pazarbasioglu, and Gudrun Johnsen, 2005, "Assessing and Managing Rapid Credit Growth and the Role of Supervisory and Prudential Policies," IMF Working Paper 05/151 (Washington: International Monetary Fund).

International Monetary Fund, 2011, *Cross-Cutting Themes in Advanced Economies with Emerging Market Banking Link* (Washington: International Monetary Fund)..

International Monetary Fund, 2007 *Regional Economic Outlook, Europe: Strengthening Financial Systems*, November 2007 (Washington: International Monetary Fund).

Kalyuzhnova, Yelena and Michael Taylor, 2001, *Transitional Economies: Banking, Finance, and Institutions*, Palgrave, New York, NY, USA.

Nagy, Piroska M. and Richard Fox, 2008, "Financial Stability in Emerging Europe," *Building Foundation of the Euro: The Financial Experiences and Challenges*, Second Edition, Chapter 6, Lars Jonung, Christoph Walkner, and Max Watson (Eds.), Routledge, 2008.

V. NÉPAL : DÉVELOPPEMENT DES MARCHÉS INTERBANCAIRES ET DES OPÉRATIONS DE LA BANQUE CENTRALE²⁰

Les autorités népalaises, qui souhaitent accroître l'efficacité des opérations monétaires et de change, se sont employées à améliorer la gestion de la dette, l'objectif ultime étant de renforcer la conduite et la transmission de la politique monétaire. Le développement de marchés monétaires et des changes interbancaires fonctionnant bien devrait aider à faire établir les taux d'intérêt par le marché, ce processus qui est long et nécessite des efforts de réforme soutenus.

82. **La banque centrale (Reserve Bank of Nepal— NRB) a pris des mesures pour améliorer le fonctionnement des marchés monétaires et des changes interbancaires du pays, ainsi que la configuration de ses mécanismes.** Elle a mis au point des instruments pour renforcer l'efficacité de ses opérations monétaires tout en s'employant à promouvoir une politique de fixation des taux d'intérêt par le marché. En particulier, elle a adapté ses instruments et ses opérations du marché monétaire et renforcé la gestion de la dette publique pour améliorer la liquidité.

83. **La NRB déploie ses efforts dans un contexte marqué par la fragilité structurelle du système financier dont la rapide expansion depuis 2007 menace ses capacités.** Son indépendance limitée pénalise l'application des règlements et de la politique monétaire. Le patrimoine net des banques d'État est négatif et le volume de leurs créances improductives élevé, alors que le nombre important des institutions pousse à l'extrême limite les capacités de réglementation de la NRB et contribue à la prise excessive de risques par les banques. Cela pose de graves problèmes pour le développement des marchés interbancaires dynamiques au Népal et le fonctionnement des circuits de transmission concernant la gestion de la liquidité et les instruments monétaires.

A. Comment renforcer les opérations du marché intérieur

84. **La NRB a amélioré ses techniques de gestion de la liquidité intérieure (adjudications d'achats ou de ventes fermes ou de mise ou prise en pension).** L'échéance maximum des mises ou prises en pension dans le cadre d'opérations d'open market est passée de 28 à 45 jours de façon à mieux gérer les risques de refinancement et les répercussions sur la situation de la liquidité. Les banques commerciales et les autres institutions financières continuent d'agir en qualité de contreparties aux opérations de gestion de la liquidité de la NRB en utilisant des bons du Trésor comme garanties (voir l'annexe 1 pour les expériences d'autres pays). Afin de donner davantage de souplesse à la NRB dans la conduite des opérations d'open market, le stock en cours de titres non productifs d'intérêts détenu par la NRB a été converti en bons du Trésor à 91 et à 364 jours.

²⁰ Préparé by Obert Nyawata (MCM)

85. **Un mécanisme permanent de mise en pension est en place pour fournir un soutien temporaire (jusqu'à sept jours) de liquidité aux banques.** Le taux d'intérêt sur ce mécanisme est plus élevé (50 points de base) que le taux d'adjudication pondéré des bons du Trésor à 91 jours. La NRB dispose aussi d'un mécanisme général de refinancement, dont le prix est fixé au taux d'escompte ; il existe en outre un certain nombre d'autres mécanismes de refinancement (crédits à l'exportation en devises et prêts aux banques de développement industriel ou rural, par exemple).

86. **En 2010, la NRB a mis en place un mécanisme de refinancement pour s'attaquer aux pressions sur la liquidité subies par les banques commerciales et les institutions financières et pour maintenir la stabilité financière, ainsi que la confiance du public dans le système de paiement.** Ce mécanisme a complété celui de prêteur de dernier ressort offert aux banques et aux institutions financières pour une période maximum de six mois, mais la liste des garanties acceptables a été allongée afin d'y inclure des titres autres que ceux d'État. D'autres mesures visant notamment à supprimer la plupart des contrôles sur les taux d'intérêt et les affectations administratives de crédits ont été prises pour libéraliser le secteur financier, même si les taux d'intérêt réels avaient tendance à être négatifs. Si la NRB a en général laissé le marché fixer les taux d'intérêt, des limites sont imposées aux marges de taux d'intérêt des banques.

B. Gestion de la dette publique

87. **Les autorités ont pris des mesures pour améliorer l'émission de titres négociables sur le marché et établir une courbe de rendements de référence.** Le gouvernement émet des bons du Trésor à échéances diverses (28, 91, 182 et 364 jours), ainsi que diverses catégories d'obligations. La NRB émet pour le compte de l'État des obligations pour le développement dotées d'une échéance de cinq ans maximum et servant des intérêts contractuels deux fois par an ; elles sont émises au pair par souscription à l'intention des institutions financières uniquement. Les National Savings Certificates (NSC) sont émis en faveur des personnes physiques et sont assortis d'un taux d'intérêt contractuel et d'une échéance de cinq ans.

88. **Des efforts ont été déployés pour dissocier les objectifs de gestion de la dette publique de ceux de politique monétaire.** Des projections des ratios de fonds propres de l'État sont actuellement faites pour renforcer la gestion de la liquidité, bien que les capacités du Ministère des finances dans ce domaine aient besoin d'être encore améliorées. L'Open Market Operations Committee de la NRB joue un rôle crucial dans la gestion de la dette publique. Il prépare un plan annuel de gestion de la dette en fonction du plafond global du financement intérieur fixé lors de l'approbation de la loi de finances. La stratégie de gestion de la dette des autorités a été d'encourager la fixation par le marché des taux d'intérêt d'instruments assortis d'une gamme suffisamment large d'échéances de façon à pouvoir mettre au point une courbe de rendements de référence. Les autorités imposent en outre au financement net de l'État par la NRB un plafond qui est utile pour la gestion de la liquidité.

89. **Le remplacement d'instruments non négociables par des instruments négociables a fortement contribué au développement du marché.** Un défi majeur que les autorités doivent encore relever est la multiplicité des titres à échéances diverses et le manque d'uniformité du régime

fiscal. Des titres à plus long terme (à échéance de deux ou trois ans) pourraient faciliter l'extension de la courbe de rendements et le développement du marché.

C. Marché des changes

90. **Le marché des changes est assez libéral et les banques sont autorisées à se livrer à des opérations de change diverses.** Cependant, le régime de change fixe et les dispositions opérationnelles de la NRB sur le marché des changes freine le développement du marché des changes interbancaire.

91. **Les banques sont libres de fixer les taux de change des opérations avec leurs clients portant sur des monnaies convertibles prévues, exception faite de la roupie indienne.** Au 31 décembre 2010, environ 3.660 institutions étaient agréées pour faire des opérations de change avec le public. Les grandes institutions bancaires ou financières sont autorisées à effectuer des opérations de change avec la NRB afin de maintenir leur position en devises. Les écarts acheteur-vendeur ou les commissions ne sont pas plafonnés. Si la NRB ne participe pas au marché des changes à terme, les banques peuvent offrir une couverture de change à terme pour les transactions courantes à des conditions mutuellement convenues avec leurs clients. Les banques et certaines autres institutions financières peuvent se livrer à des opérations sur produits dérivés ou autres (opérations ou contrats à terme, swaps et options, par exemple). Elles peuvent aussi placer leurs monnaies convertibles dans divers instruments financiers à n'importe quelle échéance.

92. **La stratégie d'intervention du Népal sur le marché des changes soulève quelques problèmes.** Si les interventions s'efforcent en général de maintenir la parité du taux de change, le marché des monnaies autres que la roupie indienne est apuré à intervalles d'une à deux semaines en général. Les opérations sont menées au taux moyen de la moyenne des taux moyens US\$/NPR publié par les banques commerciales.

93. **À l'heure actuelle, il n'y a pas de marché des changes interbancaire actif au Népal.** Les banques effectuent entre elles des opérations occasionnelles afin de maintenir leurs positions en devises. Il n'y a pas de teneurs de marché, ni aucun engagement de la part des banques commerciales de coter les prix de vente et d'achat. En ouvrant un guichet permanent tous les jours avec un taux d'achat et de vente aux environs du taux de parité, la NRB ramène presque à néant le volume des opérations sur ce marché, ce qui ne favorise pas le développement des activités interbancaires. En outre, le traitement par la Foreign Exchange Dealers Association of Nepal (FEDAN) des demandes d'opérations des banques commerciales avec la NRB, qui peut prendre jusqu'à cinq jours, est considéré comme un goulet d'étranglement.

94. **Le régime de rattachement du taux de change et les fréquentes interventions de la NRB entravent le développement d'un marché des changes interbancaire actif au Népal.** En outre, les flux à sens unique des devises rendent le développement du marché difficile. Les opérateurs manquent de formation et d'expérience.

D. Conclusion

95. **Principales réformes et conséquences.** Grâce aux réformes, il est possible d'utiliser une série normalisée d'instruments pour gérer la liquidité (réserves obligatoires, mécanismes permanents et opérations d'open market, par exemple). Des marchés obligataires ont commencé à se développer et un système libéral de contrôle des changes autorise les opérations sur devises. Cependant, la gestion de la liquidité a souvent abouti à des retournements de situation, avec un préjugé en général favorable à l'excès de liquidité.

96. **Principaux enseignements.** Le développement de marchés interbancaires actifs nécessite des efforts de réforme soutenus afin de mettre en place les infrastructures et les incitations qui conviennent pour encourager les opérations sur ces marchés. L'accès aux mécanismes de la NRB devrait se faire à des taux de pénalité et cette institution ne devrait traiter avec les participants au marché que sur le marché interbancaire et au taux du marché. Les interventions de la NRB, qui reflètent sa politique de change fixe, freinent le développement du marché des changes interbancaire.

Annexe V.1. Développement des marchés monétaires et interbancaires : l'expérience de quelques pays²¹

97. Au début des années 2000, les marchés monétaires de la lire **maltaise** consistaient en un marché au comptant non garanti et un marché des bons du Trésor ; il n'existait aucun marché interbancaire des pensions, ni de ventes/rachats, ni d'autres instruments comme les effets de commerce ou les certificats de dépôt. Certaines dispositions institutionnelles ont été prises pour accélérer le développement des marchés : (i) dématérialisation des bons du Trésor (pour en faciliter l'emploi à titre de garantie, les rendre accessibles aux investisseurs étrangers et encourager le développement d'un marché des mises en pension), (ii) recours dynamique à la gestion de la dette publique pour mettre en place des marchés des valeurs mobilières plus liquides (en réduisant la fragmentation du stock de la dette) et (iii) privatisation des banques de dépôt (en particulier vente d'une grande banque à un investisseur étranger, ce qui a accru la concurrence).

98. La **République Kirghize** a pu, par un recours aux opérations du marché monétaire pour mener sa politique monétaire, surmonter la pénurie de titres et de garanties classiques en s'appuyant sur des opérations de change (swaps de monnaies). Outre l'augmentation de la quantité de bons du Trésor dans le cadre d'une titrisation échelonnée de la dette publique, la Banque nationale a progressivement accru le stock de titres publics négociables pour développer les opérations d'open market.

99. L'expérience de l'**Ukraine** dans les années 2000 a bénéficié du développement du marché obligataire intérieur. Le marché boursier et obligataire sous-développé et l'absence d'un volume suffisant de titres pour effectuer des opérations de stérilisation et de garantie a en fait empêché le marché monétaire de fonctionner. En outre, la fragilité du système bancaire, l'absence d'instruments utilisables à titre de garanties et la stratégie médiocre d'intervention de la banque nationale sont autant de facteurs qui ont freiné le développement d'un marché monétaire.

100. En **Turquie**, le système bancaire était très fragmenté dans les années 80, les banques publiques hésitant à prêter aux banques privées et l'activité du marché interbancaire étant limitée. La banque centrale a mis au point une structure de marché interbancaire dans lequel elle agissait en qualité de courtier « aveugle » — n'empruntant que lorsqu'elle pouvait rétrocéder le produit au même taux d'intérêt— à titre de contrepartie de toutes les opérations. Afin de couvrir le risque de crédit, toutes les opérations dont la banque centrale assurait l'intermédiation devaient être assorties d'une garantie acceptable, comme des titres d'État.

101. En **Thaïlande**, un marché des pensions livrées a été créé en 1979 à la banque centrale afin de poursuivre le développement d'un marché monétaire à part entière et de doter la banque centrale d'un mécanisme lui permettant de suivre le marché et, si nécessaire, d'intervenir. Les participants étaient autorisés à placer des ordres d'achat et de vente à la banque centrale en

²¹ IMF. (2005) Monetary Policy Implementation at Different Stages of Market Development: An Overview, IMF Occasional Paper 244, 20 décembre 2005.

indiquant le montant, le taux d'intérêt et l'échéance souhaités. La banque centrale s'efforçait alors de donner suite à ces ordres et fixait un taux unique de « marché » des prises en pension (fixing).

102. En **Corée**, la banque centrale a encouragé à la fin des années 80 l'installation de courtiers et d'opérateurs pour procéder à des transactions d'achat afin de renforcer la fonction d'ajustement du marché interbancaire et de mettre fin à la segmentation du marché au fixing entre les banques et les institutions financières non bancaires (IFNB).

103. Le cas de la **Géorgie** (2007) fait ressortir la nécessité, pour appliquer efficacement la politique monétaire, de développer un marché monétaire fonctionnant bien assorti d'une courbe de rendements portant sur une vaste gamme d'échéances. En principe, les banques centrales devraient être dotées d'un bilan qui leur permette d'exécuter la politique monétaire sur le double plan des instruments à utiliser et des recettes nécessaires pour couvrir le coût de cette politique.

Bibliographie

Eichengreen and others, 1998, *Exit Strategies: Policy Options for Countries Seeking Greater Exchange Rate Flexibility*, IMF Occasional Paper No. 168 (Washington: International Monetary Fund).

Duttgupta and others, 2004, "From Fixed to Float: Operational Aspects of Moving Toward Exchange Rate Flexibility," IMF Working Paper 04/126 (Washington: International Monetary Fund).

IMF, 2005, *Monetary Policy Implementation at Different Stages of Market Development: An Overview*, IMF Occasional Paper 244, December 20 (Washington: International Monetary Fund).

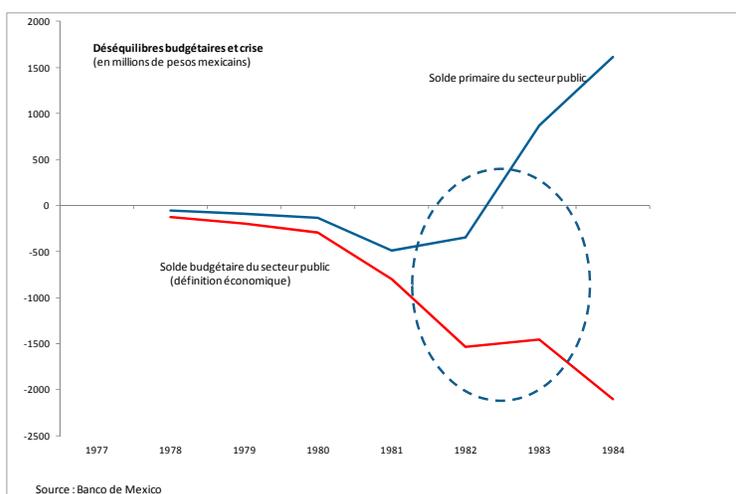
Nepal Rastra Bank. 2011, *Banking and Financial Statistics*, No.56.

VI. APPROFONDISSEMENT DU MARCHÉ OBLIGATAIRE INTÉRIEUR AU MEXIQUE²²

La présente étude de cas porte sur le développement des marchés obligataires intérieurs au Mexique. Même si les crises financières des années 80 et 90 ont joué un rôle de catalyseur pour entreprendre des réformes, l'approfondissement du marché a surtout été entraîné par l'adoption de réformes macroéconomiques et structurelles, qui ont eu des effets positifs sur la discipline budgétaire, la maîtrise de l'inflation, la solidité du cadre réglementaire, prudentiel et de contrôle, et l'amélioration de l'infrastructure sous-jacente du marché, avec notamment la réforme des pensions et les réglementations sur les investissements favorables au marché. Le développement des marchés obligataires intérieurs au Mexique a contribué à réduire les vulnérabilités macroéconomique et financière.

104. Les marchés obligataires intérieurs au Mexique remontent à la fin des années 70, mais ils se sont développés pour se classer parmi les marchés les plus avancés des pays émergents.

Les premiers titres d'État à taux fixe libellés en peso (CETES) ont été émis par le gouvernement fédéral en janvier 1978, et le marché secondaire n'est devenu opérationnel qu'en 1982. Dès 2003, le Mexique était classé parmi les marchés d'obligations d'État les plus avancés des pays émergents. En 2011, l'encours des titres du gouvernement fédéral représentait 25% du PIB, et était constitué pour plus de la moitié par des titres de créance de développement (abandonnés en 2010), pour 18% par des « Udibonos » (obligations de développement indexées sur l'inflation) et pour 4,5% par les « CETES » (bons du trésor correspondant à près de 3% du PIB). En août 2011, le gouvernement mexicain a lancé une émission obligataire d'un 1 milliard de dollars EU de "Bonos Global," avec échéance à 100 ans.



En 2010, le Mexique est entré dans l'indice mondial des obligations d'État Citigroup. Les politiques macroéconomiques et l'amélioration du cadre réglementaire ont joué un rôle fondamental dans l'approfondissement du marché obligataire intérieur au Mexique.

²² Chapitre préparé par Maria Oliva (Département des marchés monétaires et de capitaux).

A. Crise et marchés obligataires: conditions initiales

105. **La concentration d'emprunts libellés en dollars a favorisé l'accumulation d'asymétries entre les devises et précipité la crise mexicaine de 1982.** La découverte de pétrole et la hausse des prix pétroliers en 1976 ont encouragé l'expansion budgétaire et la tolérance à l'égard de l'endettement extérieur. Les réformes budgétaires indispensables à l'accroissement des recettes ont été négligées. Avec le repli des cours du pétrole au début des années 80, les déficits budgétaires croissants ont dû être financés par la banque centrale et l'émission de dette souveraine. Évincés du crédit intérieur, le secteur privé et les entreprises publiques ont cherché à se financer à l'extérieur, en empruntant fortement en dollars et en échéances à court terme. En outre, les banques commerciales et de développement ont aussi eu recours aux emprunts extérieurs. Entre 1976 et 1982, les niveaux d'endettement des secteurs privé et public ont plus que triplé.

106. **Dès le début des années 80, les niveaux d'endettement se sont avérés insoutenables, entraînant une crise de la dette.** Le peso a été dévalué en 1982 et le remboursement de la dette provisoirement fait l'objet d'un moratoire, suivi d'un programme appuyé par le FMI pour stabiliser l'économie. Pour tenter d'arrêter la fuite des capitaux, les autorités ont nationalisé toutes les banques commerciales du pays. Au lendemain de la crise, elles ont adopté une politique de libéralisation et de privatisation et ont entrepris un assainissement de leurs finances publiques. Les restrictions imposées aux investisseurs étrangers ont été considérablement assouplies, notamment dans les secteurs stratégiques de la banque et de l'assurance, des télécommunications et du tourisme. Fin 1990, les non-résidents ont été autorisés à investir sur le marché boursier et à acquérir des titres d'État à revenu fixe.

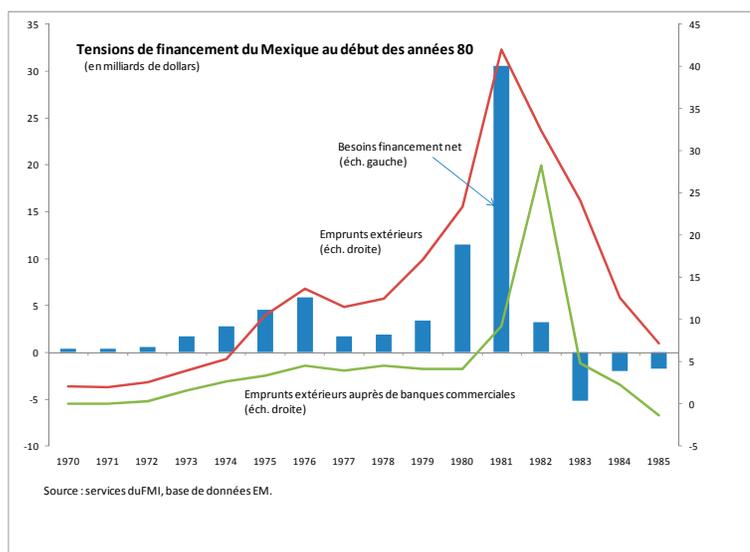
107. **Les déficits ont continué à se creuser à la fin des années 80, financés par l'émission d'obligations d'État à court**

(essentiellement CETES) et à moyen

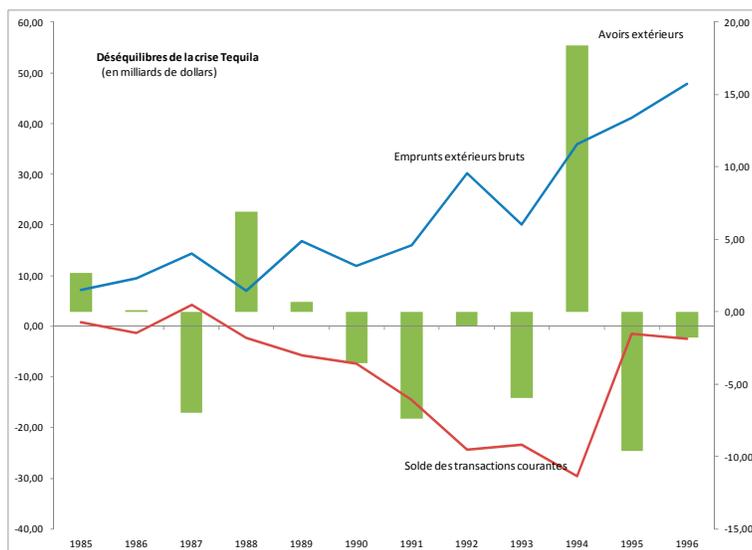
terme. Les perspectives économiques de la seconde moitié des années 80 étaient caractérisées par une croissance atone et l'absence d'accès au financement extérieur. Jusqu'en 1988, l'État se finançait en empruntant aux banques commerciales et auprès de la banque centrale (notamment par une hausse des réserves obligatoires), ce qui a favorisé la contraction de l'activité du secteur privé. La restructuration de la dette mexicaine en 1989 et la

signature du Plan Brady en février 1990 ont rouvert l'accès aux marchés internationaux de capitaux et joué un rôle essentiel dans le développement des marchés obligataires à l'époque.

108. **La crise Tequila trouve son origine dans la libéralisation des marchés financiers en l'absence d'une surveillance appropriée.** À la fin des années 80, après des années de stagnation



économique et de forte inflation, le gouvernement mexicain a adopté un train de réformes pour relancer la croissance. L'objectif visé était un taux de croissance de 6% par des mesures allant d'une hausse des investissements de l'État à un retour à la privatisation du système bancaire et à la déréglementation de l'économie. La signature de l'Accord de libre échange nord américain (ALENA) et la réduction des coûts d'emprunt sur les marchés internationaux ont facilité l'accès au financement extérieur. Les politiques de stabilisation mises en œuvre ont alimenté l'expansion budgétaire et encouragé les afflux d'investissements de portefeuilles à court terme. L'insuffisance de surveillance a facilité le développement rapide du crédit, l'accumulation



d'asymétries entre les actifs et les passifs du secteur bancaire, la concentration des risques de marché, et du crédit y afférent. L'envolée des Tesobonos (obligations libellées en pesos mais dont le remboursement du principal et des intérêts était indexé sur le dollar au taux au comptant de la date d'émission) a exposé le pays à des risques de change considérables. En outre, à l'époque, le Mexique avait un régime de parité fixe et un déficit croissant de sa balance des paiements qu'il fallait financer. Lorsque les réserves internationales ont été épuisées, de fortes pressions se sont accumulées. Au début de la crise en 1994, les autorités sont passées à un régime de change flottant pour reprendre le contrôle de leur politique monétaire et dompter l'inflation (Best, 2011).

109. **L'approfondissement des marchés obligataires intérieurs au Mexique s'est concrétisé après 1994–95, grâce à un important train de réformes en faveur de leur développement.** La crise Tequila a incité le gouvernement à prendre d'importantes mesures sur le marché des titres d'État mais aussi à lancer des réformes macroéconomiques et structurelles. Les effets positifs des réformes macroéconomiques sur la discipline budgétaire (adoption de la loi sur la responsabilité budgétaire) et sur la maîtrise de l'inflation avec l'adoption d'un régime de ciblage de l'inflation, ainsi que l'instauration du régime de change flottant ont permis d'approfondir le marché, d'allonger l'échéancier de la dette souveraine et de créer des émissions de référence. Sur le plan structurel, les améliorations de la structure réglementaire, notamment la réforme du régime de retraite et l'adoption de règles d'investissements favorables au marché, ont également contribué au développement d'un solide marché obligataire. En mars 2000, le Mexique a obtenu le statut d'emprunteur de la catégorie investissements et a eu accès au financement à faible coût sur les marchés extérieurs.

B. Réformes: marchés obligataires au Mexique (2000–08)

110. **Au début des années 2000, les marchés obligataires intérieurs étaient dominés par les titres d'État.** Les marchés de titres privés étaient sous dimensionnés et peu profonds, et le marché

secondaire de la dette du secteur privé (établissements non financiers, notamment) était illiquide.²³ En revanche, le marché de la dette souveraine était plus développé et plus liquide, même si l'essentiel des transactions quotidiennes portait toujours sur des instruments à court terme et des titres indexés sur les taux d'intérêt. L'émission de titres d'État ne se limitait toutefois pas au Ministère des finances. En 2000, les autorités monétaires ont également émis des titres de créance à taux variable sur 1 et 3 ans. Dans les années 2000, l'organisme d'assurance des dépôts a commencé à émettre des instruments à taux variable garantis par l'État et la première titrisation publique adossée à des titres hypothécaires a été faite en 2003.

111. Le marché intérieur des valeurs mobilières a joué un rôle limité dans le financement du secteur privé. En 2000, les investisseurs en titres de sociétés ne représentaient qu'1% de la population. À l'époque, les investisseurs institutionnels investissaient en titres de créances publics et bancaires, tandis que les grandes entreprises se finançaient sur les marchés internationaux d'actions et d'obligations. Les instruments étaient peu nombreux, à court terme et très fragmentés, ce qui les rendait très vulnérables à la volatilité des cours. Les banques mexicaines recouraient aux titres d'État pour enregistrer des bénéfices et les grandes entreprises restaient tournées vers les marchés internationaux de capitaux et continuaient à recourir au crédit interentreprises pour financer leurs activités.

112. Les mesures prises pour développer à la fois le marché interbancaire et le marché des titres de créance public ont joué un rôle de catalyseur dans le développement du marché de la dette, notamment :

- L'émission de volumes plus importants d'opérations de pensions livrées au jour le jour, dont beaucoup étaient garanties par des titres d'État. Les teneurs de marché ont eu l'autorisation d'intervenir, ce qui a favorisé le développement et l'accroissement des liquidités tant sur les marchés primaires que secondaires des titres de créance publics. Ces deux mesures ont contribué à améliorer la gestion des liquidités et le mécanisme de transmission de la politique monétaire.
- La courbe des rendements des titres d'État a été amplifiée par l'émission d'obligations à taux fixe à 3 et 5 ans en 2000.
- La structure de la dette a été réorientée vers moins d'instruments libellés en devises étrangères. Les asymétries de devises, sources importantes de risques lors des crises antérieures, ont ainsi pu être réduites.
- Les sources de financement ont été diversifiées et il a été décidé d'annoncer au préalable un calendrier des adjudications des titres d'État.

²³ Encore aujourd'hui, les marchés à revenu fixe sont toujours essentiellement les marchés d'obligations souveraines; les marchés obligataires privés restent limités par rapport à la taille de l'économie mexicaine.

Les réformes d'infrastructures ont aussi joué un rôle déterminant

- Le cadre institutionnel et prudentiel a été renforcé avec la création en 1995 de la Commission nationale bancaire et boursière (CNBV).
- Pour améliorer l'intermédiation bancaire, les autorités ont réformé en mai 2000 les modalités de garantie du crédit et ont adopté la loi sur l'insolvabilité commerciale, prévoyant de nouvelles dispositions en termes de restructuration et de faillite des entreprises. Un registre d'information sur la dette a également été adopté.
- En 2001, ont été approuvées les lois sur le marché des valeurs mobilières, sur la CNBV et sur les fonds communs de placement. Ces réformes visaient à donner une plus grande capacité de contrôle à la CNBV et à favoriser la disponibilité d'un plus grand nombre et d'une plus grande variété de supports sur les marchés du crédit et des liquidités.

113. **Des mesures ont aussi été prises pour faciliter la création de nouveaux marchés (marché des produits dérivés de gré à gré et marché de l'assurance et du crédit hypothécaires).** Le marché des produits dérivés de gré à gré a connu un développement foudroyant à la suite de l'abandon de la parité fixe en 1994-95. Dès 2005, les marchés des instruments dérivés négociés de gré à gré et en bourse ont été totalement intégrés au marché mondial des produits dérivés. Conformément aux suggestions du FMI, le cadre de réglementation et de surveillance a été renforcé, ce qui a été suivi directement par un essor considérable des établissements privés de crédit immobilier opérant sur le segment des titres adossés à des prêts hypothécaires et sur le marché en général.

114. **L'élargissement de la base d'investisseurs a considérablement stimulé le développement du marché.** Les principaux acteurs du marché, essentiellement les banques mais aussi d'autres investisseurs institutionnels (compagnies d'assurance et fonds communs de placement), ont été très dynamiques sur le marché secondaire des titres de créance d'État. Le régime de fonds de pension privé (créé en 1996) est devenu un investisseur institutionnel incontournable sur les marchés obligataires intérieurs. En 2005, les fonds de pension représentaient environ 35% du total des titres à revenu fixe émis par des émetteurs privés. La participation des investisseurs étrangers a aussi progressivement augmenté : les titres d'État détenus par les étrangers n'étaient que 1,3% en 2000 et sont passés à 25% en novembre 2011 puis à 29% en février 2012.

115. **Simultanément, un certain nombre de réformes ont permis d'améliorer la confiance des investisseurs et de réduire les facteurs de vulnérabilité.** Ces réformes ont ciblé trois grandes problématiques constatées pendant les crises: i) absence de transparence; (ii) manque de discipline du marché et (iii) faiblesse des structures de réglementation et de contrôle. Les réformes entreprises dans ces trois domaines ont favorisé la densification des marchés obligataires à la fois publics et privés au Mexique.

116. **Les réformes d'amélioration de la transparence ont porté sur les normes de comptabilité et de communication du système financier.** Au début des années 2000, la publication d'informations souffrait de graves lacunes. La CNBV par exemple, ne rendait pas compte des résultats de ses activités de surveillance des banques et la Commission nationale de

réglementation des assurances (CNSF) ne publiait pas de bilan vérifié par des commissaires aux comptes extérieurs ni son rapport annuel. Par ailleurs, il était grandement nécessaire de resserrer la coordination entre les organes de réglementation et de surveillance, d'être plus ouvert aux questionnements du public sur les activités de contrôle des banques, et d'améliorer la communication d'informations financières. Ces problématiques ont été résolues par des législations et des réformes appropriées, notamment une nouvelle loi sur la gestion et la transparence des services financiers, approuvée en juin 2007.

117. **Les réformes d'accroissement de la discipline du marché ont visé à renforcer la confiance des investisseurs dans les marchés obligataires.** En juin 2001, plusieurs dispositions juridiques ont été adoptées pour renforcer la discipline du marché. La réforme des règles mexicaines du secret bancaire par exemple, a permis de resserrer la coopération entre la CNBV et les régulateurs étrangers. Les réformes adoptées ont aussi porté sur de nouvelles pratiques en matière de gouvernance des entreprises et sur un traitement uniforme des questions liées aux règles fonctionnelles d'instruments de placement similaires. La loi sur le marché des valeurs mobilières (LMV), adoptée en 2005 (et entrée pleinement en vigueur depuis juin 2006), a renforcé encore les pouvoirs de la CNBV, amélioré la gouvernance des entreprises cotées en bourse, et assoupli les conditions imposées aux petites et moyennes entreprises pour mobiliser des capitaux. Une loi visant à assouplir le fonctionnement des banques a été adoptée en février 2008. La CNBV étant l'organe habilitant les banques à fonctionner, la réforme visait à renforcer la concurrence entre les gammes de produits et les activités commerciales des banques.

118. **En outre, le cadre institutionnel de surveillance financière a été renforcé.** La loi sur les systèmes de paiement a été promulguée en 2002 et la banque centrale est devenue l'autorité nationale de réglementation et de surveillance des systèmes de paiement d'une importance systémique. Cette loi réglementait aussi la finalité des systèmes de paiement et de règlement d'une importance systémique, la protection des mécanismes de compensation et des dispositifs de garantie, ainsi que le pouvoir de contrôle de la Banque du Mexique. Des lois sur le crédit sécurisé et sur la faillite ont permis de perfectionner les pratiques de gestion des risques, de mieux comprendre les systèmes de paiement, et d'améliorer les processus de faillite. Le cadre national de réglementation et de surveillance a aussi été considérablement renforcé. Dès 2006, la CNBV avait amélioré ses capacités d'octroi d'habilitation, de surveillance et de réglementation des marchés de capitaux, ainsi que de traitement des infractions à la législation sur les valeurs mobilières.

Résultat

119. **À la veille de la crise financière mondiale, l'économie mexicaine était caractérisée par de solides paramètres fondamentaux et une nette réduction des vulnérabilités macroéconomiques et financières par rapport au passé.** La diminution de l'endettement, la réduction de l'exposition aux risques de change et de refinancement et l'allongement de l'échéancier de la dette ont été des facteurs décisifs. Les bilans financiers, publics et privés étaient solides (FMI, 2011), avec notamment un niveau gérable de la dette de l'État et un endettement modéré des entreprises et des ménages. Les efforts antérieurs consentis pour améliorer la structure

de la dette publique, avec en particulier l’allongement des échéances moyennes à plus de 6 ans, ont aussi contribué à la bonne santé de l’économie.

C. Conclusion

120. **Principaux enseignements** : les déséquilibres macroéconomiques, le contrôle de l’État sur les opérations du marché financier et la dépendance à l’égard des emprunts extérieurs peuvent restreindre le développement du marché obligataire intérieur. En outre, l’inadéquation des infrastructures, l’absence de marchés sous-jacents, l’insuffisance de la base d’investisseurs et une surveillance inadaptée sont d’autres obstacles importants.

121. **Principales réformes, conséquences et leçons.** Les crises de la dette des années 80 et 90 ont été les principaux déclencheurs des réformes. Les améliorations du cadre d’action des pouvoirs publics, la réduction des asymétries de devises et de l’exposition aux emprunts étrangers, l’efficacité accrue des réglementations et de la surveillance et les nettes améliorations des infrastructures sous-jacentes du marché ont joué un rôle déterminant pour approfondir le marché obligataire intérieur au Mexique et pour allonger la courbe de rendement. À son tour, la diversification des marchés obligataires intérieurs a renforcé la résistance aux chocs, comme en témoigne la façon dont ce pays a traversé la récente crise mondiale.

122. **Principaux risques** : L’expérience des crises des années 80 et 90 au Mexique semble indiquer que le développement des marchés obligataires intérieurs ne se substitue pas à la responsabilité budgétaire ni à de saines politiques macroéconomiques. Cette étude de cas montre que l’adoption de cadres prudentiels et de solides structures de réglementation et de surveillance financière sont des composantes fondamentales de stabilité et de crédibilité, et constituent les conditions indispensables à l’approfondissement des marchés obligataires intérieurs. Même si des marchés obligataires intérieurs en bonne santé peuvent servir d’amortisseurs pour atténuer l’impact des chocs sur l’économie, ils ne peuvent pas empêcher les défauts de paiement et pourraient même, au contraire, amplifier les effets des déséquilibres et de politiques mal adaptées.

Bibliographie

Alfaro, Samuel. “The Experience of the Bank of Mexico: Compiling Data on Domestic Debt Securities,” IFC Bulletin 29.

Best, Gabriela, 2011, “Fear of Floating or Monetary Policy as Usual? A Structural Analysis of Mexico’s Monetary Policy,” (Mimeo, University of California, Irvine).

Copelman Martina, 2000, “Financial Structure and Economic Activity in Mexico,” *Center of Analysis and Economic Research, ITAM*.

IMF, 2007, *Mexico: Financial Sector Assessment Program Update - Detailed Assessment of Compliance with the Basel Core Principles for Effective Banking Supervision and Transparency of Banking Supervision*, IMF Staff Country Report No. 07/172 (Washington: International Monetary Fund).

IMF, 2007, *Mexico: Financial Sector Assessment Program Update - Technical Note - Organizational Arrangements for Effective Financial System Regulation, Supervision and Policymaking*, IMF Staff Country Report No. 07/172 (Washington: International Monetary Fund).

IMF, 2007, *Mexico: Financial Sector Assessment Program Update - Technical Note - Observance of the Core Principles for Systematically Important Payment Systems*, IMF Staff Country Report No. 07/166 (Washington: International Monetary Fund).

Jeanneau, Serge and Carlos Perez Verdia, 2005, "Reducing Financial Vulnerability: the Development of the Domestic Government Bond Market in Mexico," *BIS Quarterly Review*.

Marino, Roberto, 2008, "Developments and Trends in Mexico's Bond Market," in *Financial Innovation and Emerging Markets, Opportunities for Growth vs. Risks for Financial Stability* (Bonn, Germany: InWEnt).

Sappin, Edward, 2004, "Overview of the Mexican Government Securities Markets," Washington DC, John Hopkins SAIS.

Sidaoui, Jose Julian, "The Role of the Central Bank in Developing Debt Markets in Mexico," *BIS Papers* 11.

VII. TURQUIE : DÉVELOPPEMENT DU MARCHÉ OBLIGATAIRE INTÉRIEUR²⁴

Cette étude de cas décrit le marché obligataire intérieur en Turquie qui s'est développé depuis les années 2000 sur les bases d'une stabilité économique et d'une faible inflation conjuguées à des réformes réglementaires. Même si les crises antérieures ont joué un rôle de catalyseur pour entreprendre des réformes, le développement du marché obligataire intérieur a surtout été entraîné par l'assainissement des finances publiques, l'autonomie de la banque centrale, les améliorations de l'infrastructure et de la transparence du marché et l'adoption d'un cadre solide de réglementation et de contrôle. Le développement des marchés obligataires a joué un rôle déterminant pour garantir la stabilité financière car en diversifiant le marché, il en a assuré la résilience. Il a donné de la souplesse à l'action des pouvoirs publics grâce à l'allongement de l'échéancier de la dette publique en ligne et à la réduction de la dépendance vis-à-vis du financement extérieur.

A. Conditions et contraintes initiales

Aperçu historique: alternance de phases d'expansion et de récession entre 1940 et 2000

123. **Au cours de la seconde moitié du vingtième siècle, l'économie turque a connu une grande instabilité et subi des crises à répétition.** Chaque décennie a connu son lot de crises de balance des paiements et d'hyperinflation. Avant les années 80, le système financier était caractérisé par des contrôles de taux d'intérêt (en place depuis les années 40), un encadrement du crédit, et des limites d'admission. En raison de la hausse de l'inflation et de la faiblesse des taux d'intérêt réels, l'intermédiation financière s'est affaiblie. En 1980, à l'issue d'une nouvelle crise grave de la balance des paiements, la Turquie a instauré un programme de stabilisation et de libéralisation destiné à améliorer la position de sa balance des paiements, à enrayer l'inflation, à résorber les déficits budgétaires et à limiter la main mise de l'État sur l'économie. La lire turque a été dévaluée pour améliorer la compétitivité. Malgré des premiers résultats positifs, le gouvernement a été dans l'incapacité, en raison surtout de déficits budgétaires persistants, de remédier aux déséquilibres macroéconomiques et à l'inflation galopante (en moyenne 50% et 80% dans les années 80 et 90 respectivement) jusqu'au début des années 2000.

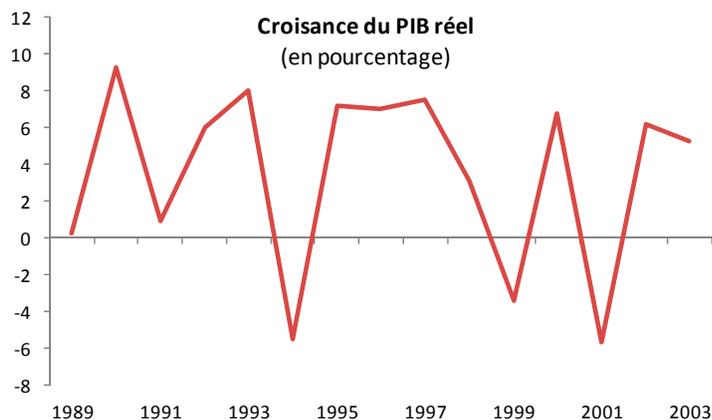
124. **La libéralisation des marchés financiers turcs a commencé dans les années 80.** La libéralisation des taux d'intérêt, entamée en 1980, a pris huit ans. Les résidents turcs ont été autorisés à détenir des dépôts en devises étrangères en 1984, et le compte de capital a été totalement libéralisé en 1990. Toutefois, en l'absence de discipline budgétaire, l'ouverture du compte de capital a entraîné des afflux de capitaux en réponse à une forte prime de risque sur les titres d'État. Tant les résidents (notamment les établissements financiers) que les non résidents ont emprunté à l'étranger et prêté au Trésor, en tirant parti du différentiel de taux d'intérêt. La banque

²⁴ Chapitre préparé par Abdullah Al-Hassan (Département des marchés monétaires et de capitaux).

centrale de la république de Turquie (BCRT) a fourni aux banques les liquidités nécessaires au financement de la dette souveraine croissante, qui a atteint 77% du PIB fin 2000. Les limites prudentielles d'exposition aux risques de change n'ont pas été appliquées et l'économie est devenue fortement dollarisée (à plus de 60% en 2000–01).

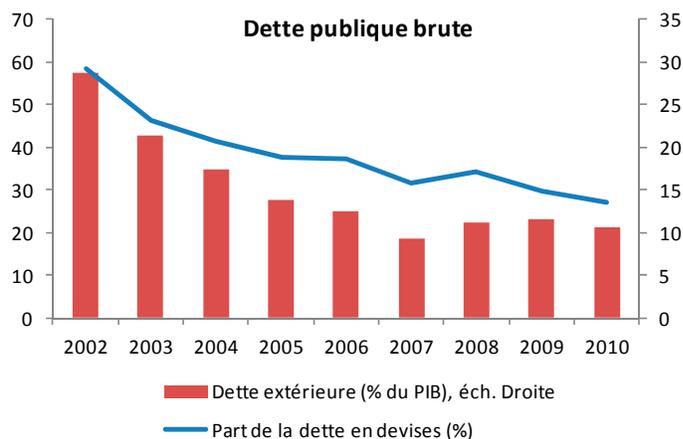
125. Les marchés locaux de capitaux peu développés sont restés très peu contrôlés jusqu'aux années 2000. La libéralisation des taux d'intérêt dans les années 80 a entraîné une vive concurrence entre les banques qui ont commencé à émettre des certificats de dépôts aux courtiers, qui à leur tour les ont revendus au public pour attirer les dépôts. Des courtiers non agréés ont émis leurs propres billets à ordre et ont vendu ou acheté des obligations d'entreprises et accordé des prêts. Ce processus a abouti à une pyramide de Ponzi, provoquant l'effondrement de cinq banques et la crise financière de 1982 (Denizer et al, 2000). Cette crise a mis en évidence l'absence de structures institutionnelles et l'insuffisance de réglementation des marchés de capitaux. En conséquence, le gouvernement a créé le Conseil des marchés de capitaux et ouvert la Bourse d'Istanbul en 1986. En 1987, les effets commerciaux ont été introduits et les fonds communs de placement ont pris place sur les marchés. Cependant, les rendements réels et le régime fiscal des titres d'État les ont rendus très compétitifs par rapport aux obligations d'entreprises.

126. Le système bancaire, faible et trop dépendant des entrées de capitaux étrangers, est devenu vulnérable. En 2000, les pertes de portefeuilles et les problèmes de liquidités de quelques banques ont entraîné une perte générale de confiance dans le système bancaire. La crise de liquidités du secteur bancaire a entraîné des sorties de capitaux et une perte considérable de réserves étrangères. L'attaque spéculative sur la lire turque en février 2001 a obligé le gouvernement à faire flotter sa monnaie. Cette crise a entraîné une importante dépréciation du taux de change, une forte inflation, une remontée subite des taux d'intérêt, un bond de la dette souveraine et une contraction considérable de l'activité économique.



B. Remédier à la situation

127. La crise a incité le gouvernement à développer le marché obligataire intérieur pour réduire la dépendance de son financement à l'égard des capitaux extérieurs et de la banque centrale. Le gouvernement a réformé ses finances publiques pour consolider son solde budgétaire et réduire son endettement. Le coefficient de la dette brute de l'État par



rapport au PIB a baissé de 53% en 2000 à 41% en 2010, grâce à l'amélioration des résultats économiques et à une baisse des taux d'intérêt. En outre, avec le développement du marché obligataire intérieur, le Trésor a diminué la part de la dette libellée en devises étrangères dans le total de la dette brute de l'État de près de 30 points de pourcentage entre 2000 et 2010.

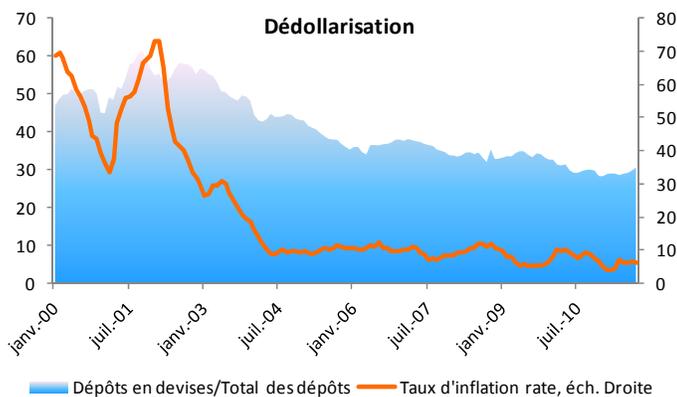
128. **En 2001, la banque centrale de Turquie (BCRT) a bénéficié d'une plus grande autonomie.** La stabilité des prix est devenue son unique priorité. Début 2006, la banque centrale a officiellement adopté une structure de ciblage de l'inflation pour ancrer les anticipations inflationnistes après trois décennies d'hyperinflation. Le financement direct de l'État par la banque centrale a été interdit. En 2005, pour que le marché monétaire devienne un acteur clé et efficient du développement du marché de capitaux, la BCRT a considérablement stérilisé les entrées de capitaux afin de maintenir la stabilité des prix.

129. **La coordination entre le Trésor et la BCRT a été renforcée et la transparence du marché accrue.** Une rencontre mensuelle a été instituée entre les services du Trésor et ceux de la BCRT pour examiner les programmes d'emprunts et les conditions de liquidité sur le marché financier. En 2006, le Trésor a aussi commencé à publier un calendrier d'émissions, avec ses programmes mensuels d'emprunts, ainsi qu'un rapport sur le profil de la dette précisant les divers titres à émettre les 12 mois suivants. Le gouvernement a approuvé un Plan d'action en 2005 pour harmoniser les réglementations entre régulateurs nationaux et les aligner sur les *acquis* de l'UE. Le Conseil des marchés de capitaux a aussi commencé à moderniser la loi sur les marchés de capitaux.

130. **Un réseau de spécialistes en valeurs du Trésor a été instauré fin 2002 pour développer et améliorer la liquidité du marché obligataire.** Douze banques ont été désignées spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) pour les titres d'État. Les SVT ont participé aux adjudications des titres d'État pour réduire les risques de refinancement et assurer, en tant que teneurs de marché, des prix de vente et d'achat, dans le but d'accroître la liquidité du marché secondaire. Pour soutenir le marché des SVT, la BCRT a fourni des instruments de pensions livrées à la fois journaliers et hebdomadaires à des taux d'intérêt préalablement annoncés.

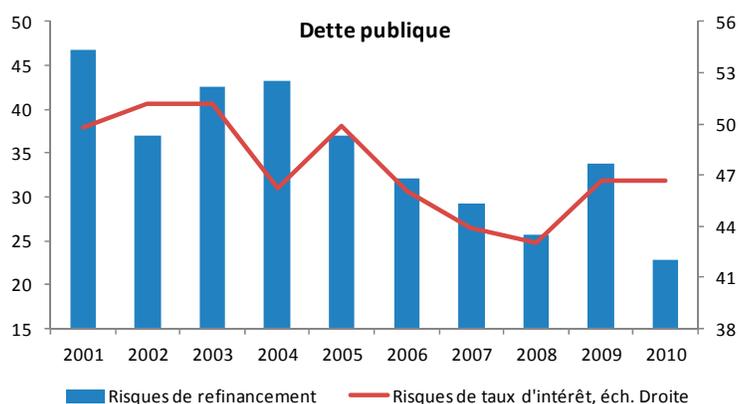
131. **L'accès aux actifs libellés en monnaie locale a contribué à développer le marché intérieur et à réduire la dollarisation.** La dollarisation de l'économie a suivi depuis 2001 une tendance à la baisse (graphique texte). La stabilité économique, le recul de l'inflation, la facilité d'accès aux actifs financiers en monnaie locale et les mesures prudentielles sont autant d'éléments qui ont contribué à réduire la dollarisation de l'économie de 60% en 2001 à environ 30% en 2010.

132. **Simultanément, l'échéancier de la dette a été nettement allongé.** Avec l'amélioration de la situation budgétaire, l'inflation et les taux



d'intérêt réels ont nettement chuté et favorisé les mesures prises par le Trésor pour allonger

l'échéance des titres d'État et réduire la part de titres indexés. Les repères stratégiques du portefeuille de la dette pour 2006-08 ont fixé les limites suivantes: i) instruments essentiellement en lire turque, ii) taux fixes, iii) suppression des émissions d'obligations indexées sur le taux de change et refinancement limité à 80% maximum de ces instruments de dette et iv) allongement de l'échéance moyenne des emprunts intérieurs. Pour atteindre ces repères, le Trésor a instauré de nouveaux instruments et allongé l'échéance de la dette afin de limiter les risques de refinancement. En outre, il a mis en place une obligation en lire à taux fixe sur deux ans en 2002 et une obligation à taux fixe sur cinq ans en 2005 pour réduire les risques de taux d'intérêt. Les instruments à taux variable ont aussi contribué à allonger l'échéancier du portefeuille de la dette. En 2010, le Trésor a lancé ses premières obligations à dix ans, à taux fixe et indexées sur l'IPC.

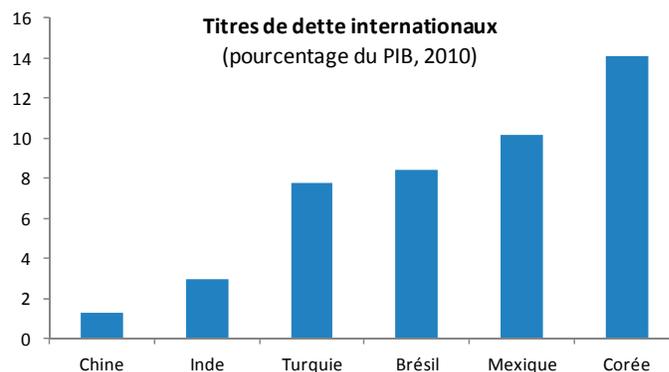


133. L'instauration de marchés de produits dérivés et d'agences locales de notation a contribué au développement des marchés obligataires. Le rôle de teneur de marché des SVT leur a imposé de tenir un inventaire des titres d'État et des outils de couverture (contrats à terme fermes et conditionnels, contrats d'échange et options) en vue d'atténuer les risques de taux d'intérêt. La Bourse turque des produits dérivés (TurkDEX) est officiellement entrée en fonction en 2005 mais n'offre actuellement que deux contrats à terme sur taux d'intérêt. Elle s'est toutefois bien développée, puisque son volume de transactions a été multiplié par 2,5 entre 2005 et 2010 (quoique à partir d'un faible niveau initial). En outre, il existe neuf agences de notation du crédit (agrées et contrôlées par le Conseil des marchés de capitaux (CMB) qui assurent la diffusion d'informations sur les émetteurs d'obligations. Les notations contribuent au développement des marchés obligataires en assurant l'existence d'une infrastructure d'informations sur la solvabilité des émetteurs obligataires et le respect de normes minimales de communication d'informations.

C. Évaluation d'impact

Évolution du marché obligataire

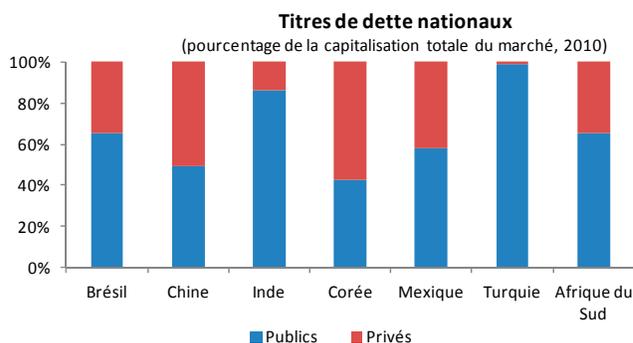
134. Le marché de la dette extérieure turque (souveraine à près de 80%) est liquide et se classe parmi les premiers marchés obligataires des pays émergents. Il a représenté près de 10% de la capitalisation boursière de l'indice J.P. Morgan (EMBI) des obligations des pays émergents en 2010 et les titres turcs libellés en euros sont cotés sur la



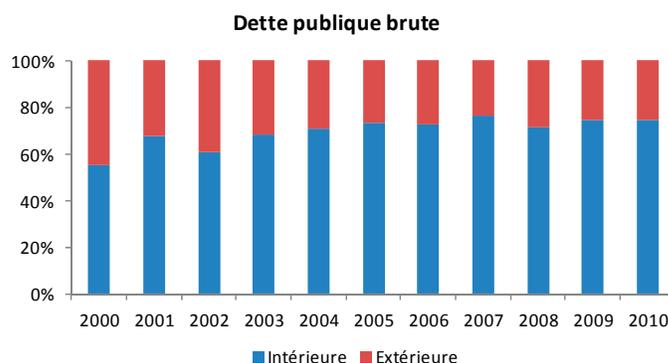
Source : BRI, IDM

plateforme de négociation « EuroGlobal MTS ». L'encours des titres de créance internationaux a représenté 8% du PIB en 2010, soit un taux comparable à celui d'autres pays émergents, tels que le Brésil et le Mexique.

135. **Le marché intérieur des titres d'État est bien développé.** La part des emprunts intérieurs dans le financement de l'État s'est considérablement accrue pour passer d'environ 55% en 2000 à plus de 75% en 2010, sous l'effet essentiellement des mesures antérieures de stabilisation prises



Source: BRI



Source : estimations des services du FMI.

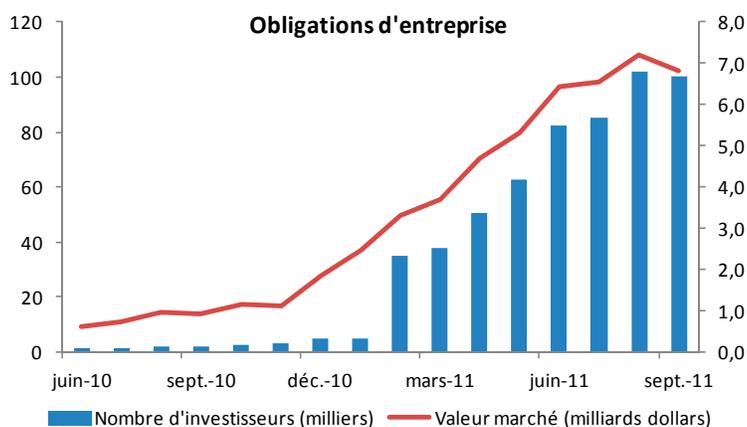
pour réduire l'inflation et les taux d'intérêt.

L'encours des titres de créance intérieurs a représenté 99% de la capitalisation boursière.

136. **En revanche, le marché des obligations du secteur privé reste balbutiant.** Jusqu'au milieu de l'année 2010, il y avait peu d'appétit pour les obligations d'entreprise car les investisseurs étaient habitués à investir dans les titres d'État. Toutefois, avec le repli de la prédominance fiscale et la baisse des taux d'intérêt, les obligations du secteur privé ont apporté aux investisseurs une autre possibilité de catégorie d'actifs.

Début 2011, dans le but d'encourager la demande en titres d'entreprise, le gouvernement a éliminé la retenue à la source sur les revenus d'obligations à plus de cinq ans, tout en réduisant la retenue forfaitaire de 10% à 7% pour les obligations de 1 à 3 ans et à 3% pour celles de 3 à 5 ans. La première obligation d'entreprise libellée en lire

turque a été émise en août 2006 et l'Agence de régulation et de surveillance du secteur bancaire a autorisé les banques en octobre 2010 à émettre des obligations en lire turque. L'encours des obligations privées ne représentait cependant que 6% de la capitalisation boursière en 2011, avec une échéance moyenne plus courte que celle des titres de créance de l'État (Dalla, 2011).



137. **Les banques constituent les principaux acteurs des marchés obligataires, avec les intermédiaires financiers qui leur sont affiliés (fonds communs de placement).** Les banques

dominent le système financier puisqu'elles concentrent près de 65% du total des actifs financiers (Dalla, 2011). En 2010, les banques détenaient 32% de leurs avoirs en titres d'État. Les établissements financiers non bancaires généralement affiliés aux banques (fonds de pension, compagnies d'assurance et fonds communs de placement) ont assuré un accès facile aux dépôts détenus par leurs banques mères.²⁵ Les fonds communs de placement ont essentiellement investi en titres souverains qui représentaient à fin 2010 plus de 80% de leur portefeuille, contre 4% en actions. La création de fonds privés d'épargne retraite en 2003 a contribué à alimenter le marché des capitaux en ressources à long terme. Même si le rôle des investisseurs institutionnels s'est accru ces dernières années, leurs actifs ne représentaient que 6,6% du PIB en 2009, contre 80% au Brésil et 40% en Corée du Sud (Dalla, 2011).

D. Enseignements

138. **Les crises antérieures ont été les principaux moteurs des réformes macroéconomiques entreprises par le gouvernement, dont le développement du marché obligataire a été un élément clé.** La croissance significative du marché obligataire intérieur ces dix dernières années a été un choix politique de la part des pouvoirs publics, pour réduire la dépendance à l'égard du financement extérieur compte tenu d'une inflation stabilisée depuis 2003, de l'amélioration du cadre réglementaire et de la perspective d'adhésion à l'Union Européenne (UE). La stabilité économique et les réformes réglementaires de ces dernières années ont consolidé les bases du développement du marché intérieur de capitaux.

139. **Ces dix dernières années, la stabilité macroéconomique et la croissance ont constitué les fondements du développement des marchés de capitaux en Turquie.** Le PIB par habitant a progressé de 4.200 dollars EU en 2000 à plus de 10.000 dollars EU à fin 2010, même si le taux d'épargne en Turquie est resté limité par rapport à d'autres pays émergents (15% contre une moyenne de 30% dans d'autres pays émergents à fin 2010). La détention d'actifs libellés en lire turque par les investisseurs étrangers s'est intensifiée compte tenu de la hausse des rendements et des solides indicateurs économiques ces dernières années.

140. **Avec l'accroissement de la capacité de crédit de la BCRT, le Trésor a pu lancer de nouveaux titres d'État et allonger l'échéancier de ces instruments financiers.** Les investisseurs, cependant, et notamment les banques, continuent à nettement préférer les instruments à court terme à taux d'intérêt variable, ce qui traduit en partie l'historique d'instabilité économique et d'hyperinflation du pays.

141. **La domination du marché de la dette souveraine par les banques expose ce secteur aux risques souverains.** Les banques détiennent d'importants portefeuilles de titres d'État (près de 35% du total de leurs actifs), ce qui expose leurs bilans aux risques souverains en cas de hausse subite des taux d'intérêt sur les titres de créance publics. La prédominance budgétaire dans le secteur bancaire évince également le crédit au secteur privé et pourrait entraver le développement économique et la croissance.

²⁵ Les quatre premiers fonds communs de placement ont géré près de 67% du total des actifs de ces fonds (FSSA 2007).

142. **Continuer à élargir la base d'investisseurs au-delà des banques peut contribuer au développement des marchés de capitaux.** Une base d'investisseurs plus large, avec des échéances de placement, des préférences de risques et des finalités différentes continuera à apporter de nouvelles ressources pour stimuler le développement économique et réduire la volatilité qui pourrait résulter d'investissements de portefeuilles étrangers.

E. Conclusion

143. **Principales contraintes.** L'instabilité macroéconomique alimentée par l'indiscipline budgétaire ainsi que la libéralisation du secteur financier et du compte de capital ont dans le passé encouragé le financement extérieur du déficit et un comportement à risques du secteur financier. Compte tenu de la prime sur la dette de l'État par rapport aux taux d'intérêt étrangers, les banques ont été fortement incitées à trouver leurs sources de financement à l'extérieur. La crise de liquidités qui en a résulté a poussé le gouvernement à développer le marché intérieur de la dette négociable pour assurer une source de financement plus stable.

144. **Principales mesures et conséquences.** Les politiques en faveur du développement du marché obligataire intérieur ont été menées sur deux fronts : macroéconomique (contrôle budgétaire et politique crédible de lutte contre l'inflation) et microéconomique, avec des mesures pour développer le marché monétaire, l'émission d'une gamme de titres de créance publics, des incitations fiscales et l'instauration de dispositifs d'atténuation des risques (marchés des produits dérivés, agences de notation). Tous ces facteurs ont contribué au développement du marché.

145. **Principaux enseignements.** Une maîtrise crédible de l'inflation et la stabilité macroéconomique sont les fondements du développement des marchés obligataires. Les mécanismes d'organisation du marché monétaire (coordination entre le Trésor et la banque centrale, teneurs de marché) et autres mesures de soutien, ainsi qu'une surveillance efficace du marché des capitaux sont les éléments requis pour stimuler l'approfondissement de ces marchés. La pénurie d'investisseurs institutionnels peut être un obstacle à la croissance du marché obligataire.

Bibliographie

Dalla, Ismail, 2011, "The Emerging Turkish Corporate Bond Market" (presentation at Istanbul Financial Summit).

Denizer, Cevdet, Mustafa N. Gültekin and Nihat Bülent Gültekin, 2000 "Distorted Incentives and Financial Development in Turkey," World Bank Financial Structure and Economic Development Conference Papers.

IMF, 2002, Turkey Staff Report for the 2002 Article IV Consultation and First Review Under the Stand-by Arrangement, Country Report No. 02/137.

IMF, 2007, "Financial System Stability Assessment of Turkey," www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2007/cr07361.pdf .

Khan, Isfandyar Zaman, 2011, "Corporate Bond Market Development in Turkey" (presentation at the Capital Market Board Workshop).

<http://www.cmb.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=201153&subid=0&ct=c&submenuheader=null>.

VIII. MARCHÉS OBLIGATAIRES RÉGIONAUX: ENSEIGNEMENTS ET CONSÉQUENCES POUR LES PAYS À FAIBLE REVENU²⁶

L'initiative du marché obligataire régional asiatique est essentiellement due à la forte volonté des pays participants d'instaurer un marché régional de titres d'État pour favoriser la stabilité macroéconomique et améliorer l'efficacité des marchés financiers. Les pouvoirs publics ont coordonné les achats de titres publics et quasi-publics et ont créé une série de fonds ciblés sur différents segments de marché ainsi qu'un mécanisme de garantie des obligations d'entreprises. Les autorités de l'Union économique et monétaire ouest-africaine (UEMOA) ont créé un marché obligataire régional pour répondre aux besoins de financement des gouvernements de la région et des sociétés privées. Des organismes régionaux d'échange, de règlement et de surveillance ont été mis en place et d'autres initiatives sont en cours pour faciliter la mise sur le marché international des titres d'État et harmoniser les régimes fiscaux. Le marché obligataire asiatique a favorisé l'efficacité et la liquidité des marchés de titres publics dans la région et le marché de l'UEMOA a permis d'améliorer avec succès le financement des états.

146. **La création d'un « marché régional » est souvent considérée comme l'une des solutions pour remédier aux problèmes liés à la taille limitée d'un système financier national.**²⁷ Les avantages possibles d'un marché régional sont notamment l'élargissement de la base des investisseurs, la baisse des coûts unitaires d'infrastructures financières, le transfert de technologies, diverses autres économies d'échelle et une diminution générale des coûts de transactions, en particulier :

- **L'adoption de technologies communes de transactions peut favoriser des économies d'échelle pour l'émetteur ou les autorités locales des marchés,** tout en contribuant à réduire les limites d'admission pour les investisseurs ou les intermédiaires. Elle permet de répartir les coûts des infrastructures de marché, notamment des systèmes de transactions, de compensation et de règlement, mais peut aussi favoriser des initiatives de commercialisation, telles que des tournées promotionnelles conjointes pour faire connaître l'ensemble de la région.
- **L'élargissement de la base d'investisseurs a toutes les chances d'être très bénéfique, surtout aux petits pays.** La régionalisation peut multiplier les capacités de ces marchés à attirer des capitaux locaux et internationaux pour réaliser des investissements (à la fois publics et privés). D'une

²⁶ Chapitre préparé par Abdullah Al-Hassan (Département des marchés monétaires et de capitaux), Francois Boutin-Dufresne, Mame A. Diouf, et Yibin Mu (tous du Département Afrique).

²⁷ Un marché régional peut prendre la forme d'un marché unique centralisé (comme l'Union monétaire des Caraïbes orientales (UMCO) et l'UEMOA), avec un seul régulateur et un système unique de dépôt, compensation, règlement et paiement. Il peut aussi, comme l'Initiative du marché obligataire asiatique ou la zone Euro, regrouper plusieurs marchés locaux qui ont recours à une infrastructure commune et/ou à une démarche harmonisée en termes de réglementation, d'imposition et d'émission.

façon plus générale, une base d'investisseurs diversifiée favorise une variété d'instruments financiers qui permet aux émetteurs de réaliser les structures souhaitées de financement.

- **La mise en commun et la répartition des ressources à l'échelle régionale peuvent contribuer à atténuer les vulnérabilités externes.** Les risques de fuites de capitaux sont relativement moindres dans un marché régional, sans doute parce que les investisseurs privilégient « les investissements dans leur propre région. » Du point de vue de l'émetteur, l'image associée à la région contribue à réduire les coûts des émissions proposées à une clientèle régionale d'investisseurs.
- **Amélioration des transactions transfrontalières de titres d'État.** L'efficacité des transactions transfrontalières devrait permettre tant aux investisseurs de la région qu'aux investisseurs internationaux de constituer des portefeuilles à l'échelle de l'ensemble de la région sans engager de coûts excessifs de transactions.

A. L'Initiative du marché obligataire asiatique

Conditions initiales

147. **Le principal déclencheur du développement d'un marché obligataire en monnaie locale en Asie de l'Est a été la crise financière de la fin des années 90.** La dépendance à l'égard du financement bancaire sans un contrôle suffisant a entraîné des investissements à court terme et le recours au financement extérieur pour les investissements à long terme. Les asymétries qui en ont découlé entre les devises et les échéances ont exacerbé les pressions sur les banques et abouti à la crise financière asiatique de 1997. Un fort consensus s'est dégagé parmi les dirigeants sur la nécessité de marchés obligataires performants pour diversifier les sources de financement et compléter le financement bancaire. En comparaison aux banques, plus aptes à prêter aux entreprises de plus petite taille, les marchés obligataires ont l'avantage de répondre aux besoins des grandes sociétés mieux établies. Les gouvernements asiatiques ont donc pris des mesures énergiques pour encourager le financement intérieur par des obligations en monnaie locale.

148. **Le développement d'un marché obligataire régional répondait aussi au besoin d'améliorer la liquidité des marchés obligataires nationaux.** Dans un certain nombre de pays d'Asie de l'Est, le niveau élevé des coûts fixes de fonctionnement et l'incapacité à assurer la liquidité du marché secondaire entravaient le développement de marchés obligataires nationaux en monnaie locale. Conscients des avantages de marchés plus vastes, les pays de la région ont coordonné leurs politiques pour favoriser l'établissement d'un marché obligataire régional.

Initiatives de réforme

149. **Depuis 2002, un certain nombre d'initiatives ont été lancées pour développer les marchés locaux au niveau régional.** Parmi elles, la première Initiative du marché obligataire asiatique et les Fonds obligataires asiatiques 1 et 2 (ABF1 et ABF2) créés respectivement en 2003 et 2005, par l'association régionale des banques centrales d'Australie, Corée, Japon, Malaisie, Nouvelle

Zélande, Philippines, RAS de Hong Kong, République populaire de Chine, Singapour et Thaïlande. Les fonds obligataires ABF1 et ABF2 ont pour but de renforcer la stabilité macroéconomique en assurant aux investisseurs un accès performant et transparent aux marchés obligataires locaux.

150. **Le fonds ABF1 est un fonds investi dans un panier d'obligations libellées en dollars émises par des émetteurs souverains et quasi-souverains dans huit pays de l'EMEAP (Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks) : Corée, Hong Kong, Indonésie, Malaisie, Philippines, République populaire de Chine, Singapour et Thaïlande.** Les ABF affectent une partie des réserves des banques centrales de la région à l'achat de titres publics et quasi-publics. Onze pays très différents en termes de taille, de structure économique, et de stade de développement économique et social, ont coopéré pour la première fois afin de créer un fonds obligataire et de favoriser le développement de marchés obligataires nationaux et régionaux en Asie. Le fonds ABF2 reprend le même concept en l'élargissant aux titres d'État libellés en monnaies asiatiques.

151. **Pour faciliter le développement d'un marché régional d'obligations d'entreprises, le mécanisme d'investissement et de garantie de crédit (CGIF) a été créé en novembre 2010.** Il s'agit d'un fonds fiduciaire de 700 millions de dollars EU, dont la fonction principale est de fournir des garanties pour les obligations d'entreprises libellées en monnaies locales et émises par les entreprises de la région.

Conclusion

152. **Principales mesures et conséquences.** Le marché obligataire régional asiatique a considérablement progressé ces dix dernières années grâce à une forte volonté politique et à l'attention portée à la conception et à l'infrastructure des fonds obligataires. La prudence des politiques macroéconomiques en Asie de l'Est et la confiance des investisseurs ont joué un rôle fondamental dans la réussite des initiatives des États. Les premiers engagements de fonds des banques centrales, la conception des infrastructures de marché, et les dispositions assurant aux investisseurs un accès performant et transparent aux marchés obligataires locaux sont autant de facteurs qui ont contribué à cette réussite. Une attention particulière a été portée aux émissions selon les segments de marché, les émetteurs et les produits obligataires. Le marché obligataire asiatique a contribué à améliorer la liquidité des marchés obligataires de la région.

153. **Principaux défis.** Les principaux défis à relever à terme consistent notamment à : i) continuer à renforcer l'intégration économique et financière de la région, ii) poursuivre l'élimination des obstacles juridiques et réglementaires à l'intégration régionale, et iii) harmoniser les infrastructures et institutions de marché, notamment les mécanismes de compensation et de règlement, de notation du crédit, de transactions et d'atténuation des risques.

B. Le marché régional des valeurs mobilières de l’UEMOA

Conditions initiales

154. **Le marché des valeurs mobilières de l’UEMOA est devenu opérationnel en 1999.** Sa création découle de la décision du Conseil des ministres de l’UEMOA d’instaurer un marché financier régional pour répondre de façon plus transparente, efficiente et harmonisée aux besoins de financement des états et des entreprises privées de l’UEMOA. L’intégration économique et monétaire de la région, la relative stabilité politique et macroéconomique, en dehors de la crise en Côte d’Ivoire, et le rattachement du Franc CFA à l’euro ont été les moteurs essentiels de l’intégration financière ces dix dernières années.

155. **Le marché des titres de créance en monnaie locale de l’UEMOA fait partie du marché régional des valeurs mobilières qui comprend aussi le marché des actions.** Ce marché sert actuellement surtout à répondre aux besoins de trésorerie des pays dans un contexte d’incertitude et de volatilité des flux d’aide et de pénurie de financement des banques centrales. Avec la décision prise par la BCEAO en 1998 d’éliminer progressivement les avances statutaires, l’émission de titres d’État s’est accélérée.²⁸ Les émissions d’entreprises privées et d’institutions régionales sont cependant restées marginales.

156. **Le marché des valeurs mobilières de l’UEMOA s’articule autour d’institutions régionales:** le Conseil régional de l’épargne publique et des marchés financiers²⁹, la Bourse régionale des valeurs mobilières,³⁰ et le Dépositaire central/Banque de règlement.³¹ Le CREPMF est un organe de surveillance chargé de gérer les introductions en bourse et de réglementer la participation des acteurs du marché. La BRVM assure la cotation et la négociation des valeurs mobilières et fournit des informations aux intervenants du marché. Le DC/BR agit en qualité de fiduciaire pour les détenteurs de titres ainsi que de chambre de compensation. Les opérateurs professionnels actifs sur le marché sont notamment les gestionnaires d’actifs, les dépositaires de titres et les apporteurs d’affaires. La BCEAO assure l’adjudication des titres d’État.

157. **Quatre types d’institutions sont autorisées à émettre sur le marché obligataire régional :** i) les trésors publics des pays membres (bons et obligations du trésor), ii) les entreprises privées émettrices d’obligations privées, iii) les institutions régionales dont les obligations sont cotées sur le « segment régional » de la BRVM et iv) les émetteurs résidant en dehors de l’UEMOA dont les titres sont cotés sur le segment de marché des obligations Kola.³² La Banque ouest-africaine de développement (BOAD) est la principale source d’émission d’obligations régionales et la Société financière internationale (SFI) a été la première institution internationale à émettre des obligations Kola fin 2006.

²⁸ Parmi les pays de l’UEMOA, seule la Guinée-Bissau n’a pas émis de bons du trésor sur le marché.

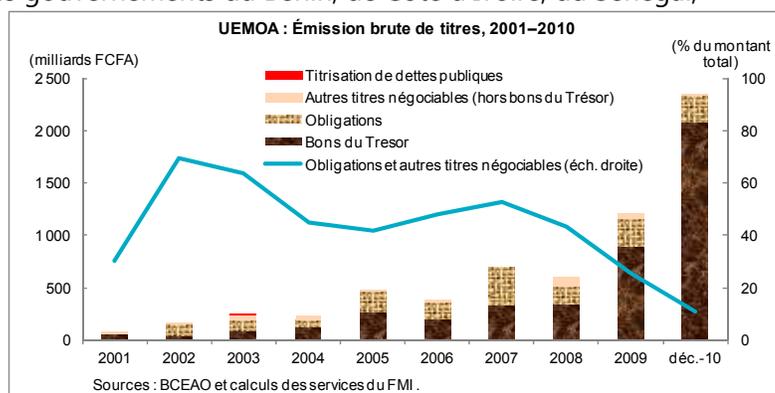
²⁹ CREPMF.

³⁰ BRVM.SA.

³¹ DC/BR.

³² Les obligations Kola sont émises par des non résidents par syndication sur le marché de l’UEMOA.

158. **Les émissions sont dominées par les titres d'État à court terme.** En 2009, les trésors publics de la région ont émis près de 96% des titres négociés sur le marché, dont la plupart étaient des bons du trésor à moins de 6 mois. Les gouvernements du Bénin, de Côte d'Ivoire, du Sénégal, du Burkina Faso et du Mali sont les plus actifs sur le marché. La BOAD a émis près de 20% du total des titres à long terme entre 1999 et 2010. Les émissions obligataires d'entreprises privées restent rares et ne représentent qu'environ 12% du total des émissions de bons et d'obligations au cours de la période.³³ Malgré une progression régulière de l'activité sur le marché depuis 1999, le total des émissions de bons et d'obligations n'a représenté que 1,7% du PIB de la région sur la période, et l'activité du marché secondaire est restée marginale.



159. **Un certain nombre d'initiatives et de réformes sont en cours pour encourager l'approfondissement du marché financier régional.** Dans le cadre d'une stratégie visant à attirer des flux de capitaux plus importants et plus variés, certains gouvernements de la région ont sollicité les services d'agences de notation du crédit. Mais à décembre 2010, seuls les bons du trésor en monnaie locale du Bénin, du Burkina Faso et du Sénégal ont été notés par des agences internationalement reconnues,³⁴ et seule l'obligation en monnaie locale du Sénégal a obtenu une note. En outre, la Communauté économique des états d'Afrique de l'ouest (CEDEAO) a lancé en 2010 un processus d'harmonisation de la fiscalité des titres cotés sur le marché financier régional.³⁵ Les titres d'État sont exonérés d'impôt et revêtent donc un plus grand attrait. Enfin, plusieurs états membres ont commencé à instaurer des plans nationaux de trésorerie pour améliorer la gestion des liquidités de leurs trésors publics et coordonnent actuellement leurs offres de bons et d'obligations, ce qui assure de meilleures conditions pour les intervenants des deux côtés du marché.

160. **Principaux défis:** le marché obligataire régional pourrait bénéficier d'une base d'investisseurs plus large. L'absence de centres régionaux d'épargne ou d'investisseurs institutionnels (fonds de pension et de sécurité sociale) limite la demande d'actifs financiers à long terme dans la région. Les investisseurs étrangers sont très absents du marché en raison des réglementations de change et des écarts de rendement, probablement trop limités par rapport aux écarts en Europe (Sy, 2010). Les coûts de transactions dans l'UEMOA semblent aussi être élevés.

161. **Les coûts de financement sur le marché régional sont relativement élevés compte tenu de la préférence des investisseurs pour des effets à court terme.** Les gouvernements peuvent avoir du mal à mettre en œuvre des stratégies optimales de gestion de la dette en raison du peu

³³ La plupart des titres à long terme ont des échéances de cinq à sept ans.

³⁴ Les bons du Trésor émis par le Bénin, le Burkina et le Sénégal sont notés « B » par Standard & Poors, ce qui est considéré comme « hautement spéculatif », et l'obligation sénégalaise est notée « B+ ».

³⁵ Voir directive CEDEAO n°02/2010/Cm/Uemoa.

d'intérêt pour les titres à long terme et du taux élevé de refinancement des titres d'État à court terme. Des conditions de financement sous-optimales pourraient entraîner de meilleurs rendements pour les investisseurs (essentiellement banques commerciales) aux dépens des états.

162. **Le développement du marché obligataire régional de l'UEMOA a accru l'exposition des banques au niveau transfrontalier régional et donc au risque systémique potentiel de l'ensemble du système bancaire de la région.** Les avoirs nets des banques en titres d'État ont représenté près de 10% du total des actifs du système bancaire entre 2000 et 2010, soit plus ou moins l'équivalent du ratio de capital réglementaire sur les actifs pondérés du risque. Durant le bras de fer politique de 2010 en Côte d'Ivoire, le gouvernement sortant a interrompu certaines émissions et certains remboursements obligataires. Les porteurs d'obligations ont craint un arrêt des remboursements tant que la stabilité politique n'était pas rétablie. La valeur des titres de créance a enregistré une chute vertigineuse, menaçant certaines banques de la région d'insolvabilité temporaire. En l'occurrence, face à la probabilité de défaillance des titres publics ivoiriens, la BCEAO a effectivement proposé de refinancer les obligations arrivant à échéance pour prévenir une faillite systémique de l'ensemble du système bancaire de la région.

C. Conclusion

163. **Principales mesures et conséquences :** Le marché obligataire régional de l'UEMOA a réussi à améliorer le financement des états. Des organismes régionaux d'échange, de règlement et de surveillance ont été mis en place et d'autres initiatives sont en cours pour faciliter la mise sur le marché international des titres d'État et pour harmoniser les régimes fiscaux.

164. **Principaux risques:** À terme, même si le marché des bons du trésor fonctionne bien, le marché régional de l'UEMOA souffre de plusieurs contraintes qui limitent sa capacité à fournir un financement à long terme.

- L'efficacité du marché est entravée par le manque de coordination entre les calendriers d'émission des bons et des obligations. Même si les gouvernements sont tenus de remettre leurs calendriers d'émissions à la BCEAO au début de chaque année, ces calendriers ne sont ni contraignants ni coordonnés entre les états membres.
- La réglementation prudentielle actuelle place les bons du trésor dans la catégorie des placements liquides et sans risque, ce qui correspond aux « fonds propres bancaires » au regard des normes de fonds propres et encourage donc les banques à détenir des bons du trésor plutôt que des titres à plus long terme.
- En raison de l'excédent de liquidités dans le système financier, conjugué à l'absence d'autres instruments possibles de placement et à l'étroitesse de la gamme d'échéances des bons et des obligations du trésor, les investisseurs ont tendance à adopter une stratégie "d'achat et de détention à long terme" ce qui limite le développement d'un marché secondaire.
- L'existence limitée de centres régionaux d'épargne (fonds de pension et de sécurité sociale) et les coûts élevés de financement supportés par les acheteurs réels ou potentiels constituent d'autres obstacles au développement du marché obligataire régional.

- Malgré la relative stabilité économique et la forte intégration économique et monétaire de la région, les investisseurs étrangers sont peu nombreux, comme en témoigne le faible niveau d'entrée de portefeuilles étrangers dans la région de l'UEMOA sur la période.³⁶

Bibliographie

Diouf, Mame A. and Francois Boutin-Dufresne, 2012, "Financing Growth through the West African Securities Market" Mimeo (forthcoming as an IMF Working Paper), International Monetary Fund).

Felman, Joshua, Simon Gray, Mangal Goswami, Andreas Jobst, Mahmood Pradhan, Shanaka Peiris and Dulani Seneviratne, 2011, "ASEAN5 Bond Market Development: Where Does it Stand? Where is it Going?" IMF Working Paper 11/137.

"Financial Stability Issues in Emerging Market and Developing Economies," A Task Force of the Financial Stability Board and Staff of the International Monetary Fund and the World Bank. October 2011.

G-8 (Group of Eight), 2007, "G-8 Action Plan for Developing Local Bond Markets in Emerging Market Economies and Developing Countries." G-8 2007 Finance Ministers Meeting, Potsdam, May 19.

Gray, Simon, Joshua Felman, Ana Carvajal, and Andreas Jobst, 2011 "Developing ASEAN5 Bond Markets: What Still Needs to be Done?," IMF Working Paper 11/135.

Peiris, Shanaka J., 2011, "Foreign Participation in Emerging Markets' Local Currency Bond Markets," IMF Working Paper No. 10/88.

Sophastienphong, Kiatchai, Yibin Mu, and Carlotta Saporito, 2008, *South Asian Bond Markets: Developing Long-Term Finance for Growth* (Washington DC: World Bank).

Sy, Amadou N.R., 2010, "Government Securities Markets in the West African Economic and Monetary Union: A Review," *African Development Review*, Vol. 22, No. 2, 292-302.

³⁶ Selon les données de la BCEAO et les estimations des services du FMI, les entrées nettes de portefeuilles étrangers dans la région de l'UEMOA n'ont été en moyenne entre 1998 et 2010 que de 40 millions de dollars EU (0,1% du PIB de la région en 2011) (sur une base annuelle).

IX. DÉVELOPPEMENT DU MARCHÉ DE L'ASSURANCE — UN DÉFI A RELEVER³⁷

Le bon fonctionnement du marché de l'assurance est important pour mobiliser l'épargne et les investissements à long terme ainsi que pour protéger les personnes et les entreprises face à différents risques. L'expérience des PFR en matière de développement du marché de l'assurance est hétérogène; ce secteur accuse un retard par rapport à la banque. Les études de cas présentées ci-après — Inde, Barbade et Afrique du Sud/Botswana — montrent que la libéralisation du secteur peut contribuer à son développement, à condition de respecter des critères stricts de réglementation prudentielle et de contrôle des pratiques du marché. En l'absence de ces contrôles, le bon développement du secteur peut être freiné.

A. Inde

Situation initiale

165. **Jusqu'en 1999, le secteur de l'assurance en Inde était dominé par l'État et souffrait de graves faiblesses.** L'unique compagnie publique d'assurance vie proposait des produits rigides et limités qui étaient commercialisés comme solution de réduction d'impôt, plutôt que comme outil de limitation des risques. Le secteur était caractérisé par une tarification hasardeuse qui entraînait des pertes pour certaines branches. La politique tarifaire ne tenait pas compte de la classification des risques, n'était ajustée ni à la sélection des risques, ni à la sinistralité et ne prenait pas en compte l'évolution des conditions. Par conséquent, les recettes allaient fréquemment des activités rentables vers les branches déficitaires et la tarification était souvent mauvaise dans les branches concernées.

Initiatives de réformes

166. **En 1994, les autorités ont entamé une réforme du secteur pour améliorer le service, son efficacité et mobiliser les ressources nécessaires à son développement.** Un comité indépendant (Malhotra) a été créé pour évaluer les forces et les faiblesses du secteur, analyser la réglementation et les mécanismes de contrôle en vigueur et proposer des réformes réglementaires. Voici les principales réformes nécessaires identifiées :

- Concurrence et tarification
- Réglementation et contrôle
- Amélioration de l'accès (pour les populations rurales et défavorisées)
- Création de nouveaux produits et amélioration des services pour augmenter l'épargne

167. **Sur recommandation du comité (tableau IX.1), le secteur a été privatisé en 1999.** Le décret sur l'IRDA (*Insurance Regulatory and Development Authority*) a abrogé le monopole de la Life

³⁷ Préparé par Mary Zephirin (MCM), avec le concours de Kay Chung (MCM) en matière de recherche.

Insurance Company of India (LIC) et de la *General Insurance Company of India* (GIC). Ce texte autorise l'octroi de licences à des compagnies privées. La libéralisation du secteur s'est doublée d'un renforcement de la réglementation et du contrôle.

Tableau IX.1. Inde : Secteur de l'assurance après 1999 : réformes et mesures identifiées

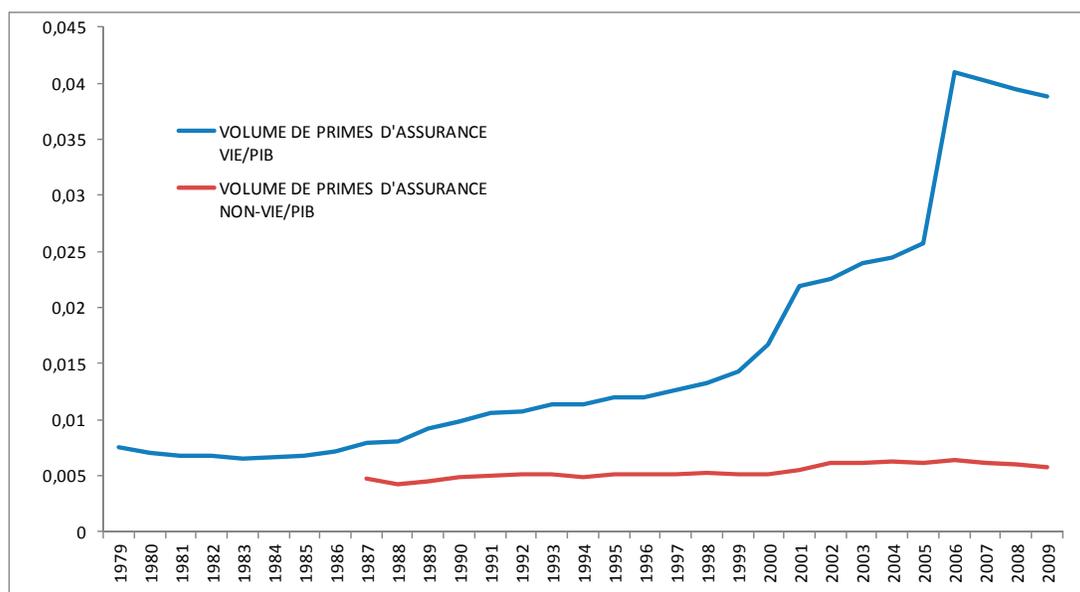
Thème	Mesure
Autorisation d'entrée du secteur privé, y compris étranger	En 1999 l'IRDA est habilitée à octroyer des licences à des compagnies d'assurance privées. Les <i>joint ventures</i> étrangères peuvent prendre jusqu'à 26 % du capital libéré. Premières licences octroyées aux entreprises privées en 2000
Mise en place d'une agence de réglementation indépendante	<i>Insurance Regulatory and Development Authority Act</i> , 1999. Création de l'agence (voir encadré)
La part des placements obligatoires des compagnies d'assurance dans les fonds d'État passe de 75 % à 50 %	L' <i>Insurance Act</i> de 1938 avait été suspendu avec la nationalisation. La Section 27 détermine la part du passif à placer en titres du gouvernement indien (25 %) et approuvés par l'État (25 %)
Création d'un organisme statutaire distinct, le <i>Tariff Advisory Committee</i> (TAC — Comité Consultatif)	Placement du TAC sous le contrôle de l'IRDA qui commence à recueillir des données nouvelles. L'année 2007 marque la fin (voir le Rapport annuel de l'IRDA) de la fixation des tarifs pour les assurances dommages non obligatoires. Les données sur les transactions avaient été conçues pour fournir des informations aux assureurs; baisse des primes sur le marché de l'assurance non-vie et augmentation de l'assurance santé
Structuration des commissions des agents pour inciter les branches suivantes : assurance rurale, individuelle et non-obligatoire	Les exigences imposées aux détenteurs de licences répondent à l'objectif d'amélioration de la branche rurale. En 2002, un règlement définit le secteur rural, le secteur social et d'autres groupes défavorisés et exige pour les nouvelles compagnies d'assurance des proportions du total des polices (vie) ou des primes brutes (dommages). Depuis, la réglementation des assureurs pour ces secteurs ou groupes, y compris leurs obligations de publication, évolue régulièrement
Sociétés coopératives proposant une assurance vie au niveau de l'État	L' <i>Insurance Act</i> de 2002 (amendé) autorise les sociétés coopératives à avoir une activité d'assureur
La GIC comme seul réassureur	Les quatre filiales de la GIC sont constituées en personnes morales distinctes tout en restant dans le secteur public et la GIC devient l'unique réassureur avec pour objectif, entre autres, de maximiser la conservation dans le pays et de développer les capacités idoines
Lancement par les compagnies d'assurance de plans de retraite en unités de compte	Les nouveaux assureurs lancent les contrats en unités de compte (ULIP, <i>unit-linked insurance plan</i>) liés aux résultats boursiers
Institution de vérificateurs/experts professionnels — abrogation des obligations d'octroi de licence	Création d'une association professionnelle en 2005
Restructuration du secteur	Privatisation des deux compagnies publiques

Source : *Insurance Regulatory and Development Authority of India*, et Sinha (2005 et 2007).

Impact des réformes

168. **Ces réformes ont entraîné une croissance rapide du secteur de l'assurance avec de meilleurs produits et une amélioration du niveau d'efficacité.** Des compagnies privées sont arrivées sur le marché, presque toujours avec une participation étrangère, attirées par l'immense population et la croissance du pays. La bancassurance est devenue une méthode importante de distribution d'assurance vie. La croissance des primes reflète la forte croissance du secteur (graphique IX.1). La compagnie publique LIC continue de dominer le marché, mais sa part décline régulièrement. Les obligations réglementaires dans le secteur rural et social ont contribué au développement de l'activité sur ces segments du marché. En 2003, les polices vendues en zone rurale représentaient 13 % (voir Sinha, 2007) de toutes les polices des compagnies privées. Toutefois, les ratios réglementaires élevés sur les placements dans les fonds d'État et titres approuvés³⁸ ont eu tendance à freiner les investissements en actions.

Graphique IX.1. Inde : Pénétration de l'assurance, 1979–2009



Source : Swiss Re

169. **Plusieurs compagnies privées proposent différents contrats offrant une très large palette d'options en matière de polices d'assurance.** Le marché se caractérise clairement par la croissance rapide de l'assurance vie; les compagnies privées lancent des produits en unités de compte (ULIP) dont les rendements dépendent des performances de la bourse. Ces produits ont connu une très forte expansion en 2004/05 et 2009/10 avec l'essor de la bourse et grâce à une commercialisation agressive.

³⁸ À titre d'exemple, la réglementation sur l'assurance vie de 2008 prévoit que la marge de solvabilité d'un fonds en actions doit être placée à concurrence d'au moins 25 % en titres d'État et de 50 % en titres d'État et en autres titres approuvés comprenant des obligations d'État, des prêts garantis et des fonds garantis.

170. **La libéralisation du secteur a également entraîné des difficultés.** Des agents mal informés ont touché des commissions élevées sur leurs ventes à des consommateurs non informés qui ont ainsi acheté des polices inadaptées pour ensuite ne pas les renouveler, ce qui a entraîné des frais d'annulation élevés³⁹. Les compagnies d'assurance vie privées ont donc dû faire face à des frais très élevés, finalement répercutés sur les clients (tableau IX.2). Ainsi, l'assurance ne jouait pas son rôle attendu de plan d'épargne/de retraite fiable. Lorsque la hausse des cours boursiers s'est arrêtée, le marché des ULIP a perdu de sa vigueur. En octobre 2010, le régulateur a imposé des règles de protection des consommateurs sur les produits en unités de compte (UC), notamment un allongement de la période de blocage de trois à cinq ans pour en faire un instrument de placement à plus long-terme, l'obligation d'étaler les frais d'entrée sur la période de blocage, le plafonnement des allocations pour frais et la création d'un département de la consommation. Ces règles ont permis de réduire le nombre de vendeurs non informés, d'encourager un renouvellement des polices par les clients existants et de favoriser l'adoption de produits plus traditionnels par les clients nouveaux. En outre, les assureurs ont dû garantir un certain rendement sur les produits de retraite, ce qui réduirait les placements en actions et pourrait détourner des produits de retraite. Certaines compagnies privées d'assurance vie se sont retirées des ULIP.

Tableau IX.2. Inde : Ratios de dépenses des compagnies d'assurance

(en pourcentage)

	2001–02	2002–03	2003–04	2004–05	2005–06	2006–07	2007–08	2008–09	2009–10
Totalité des compagnies d'assurance vie	0,19	0,37	0,31	0,20	0,18	0,17	0,18	0,19	0,17
LIC	0,18	0,34	0,29	0,29	0,15	0,13	0,12	0,13	0,13
Compagnie privée non-vie	0,33	2,03	2,62	2,88	2,92	2,86	2,63	2,69	2,88
Compagnie publique non-vie	0,28	0,34	0,40	0,39	0,42	0,36	0,35	0,38	0,39

Source : Rapports annuels de l'IRDA.

Note : Les ratios de dépenses correspondent aux dépenses en pourcentage des primes.

³⁹ Voir le numéro du 29 octobre 2011 de *The Economist*.

Conclusion

171. **Question clé :** ces réformes ont été mises en place pour développer un secteur de l'assurance capable de mobiliser des fonds pour le développement à long terme et d'offrir aux clients de bons services d'assurance, y compris pour les populations défavorisées.

172. **Principales politiques et impact :** À partir d'un système public, les compagnies privées ont pu participer et former des partenariats avec des assureurs étrangers. La réglementation sur l'assurance a imposé un minimum à placer sur des titres d'État et des ventes ciblant certains groupes sociaux. Une croissance rapide du secteur s'en est suivie.

173. **Principales difficultés :** Malgré les contrôles de la libéralisation et de l'expansion du secteur, le manque d'information sur un marché concurrentiel a conduit à des abus finalement corrigés par des règles de protection des consommateurs.

B. Barbade

Situation initiale

174. **La Barbade bénéficie d'un secteur de l'assurance bien établi et rentable; le taux de pénétration de l'assurance non-vie est l'un des plus élevés au monde.** Les grandes compagnies d'assurance sont issues des agences de grands assureurs du Royaume-Uni et du Canada, devenues compagnies d'assurance dans les années 70 et 80, les compagnies britanniques servant de réassureurs. Le reste est constitué de petites compagnies détenues localement ou de filiales d'autres compagnies des Caraïbes. En 2005, on dénombrait 20 compagnies d'assurance non-vie, avec 60 % des primes non-vie concentrées sur trois assureurs. L'une des 11 compagnies d'assurance vie détient une part de marché de 50 %.

175. **La participation publique est limitée; l'État a établi la Insurance Corporation of Barbados comme compagnie statutaire en 1978.** Au départ, cela s'inscrivait dans un effort visant à réduire les sorties de devises liées aux opérations des compagnies étrangères, mais l'État a vendu sa part majoritaire en 2005. Les produits vie se composent d'un mélange traditionnel d'assurances vie collectives et individuelles avec des annuités qui augmentent en fonction de la demande de revenus des retraités. Les produits non-vie sont dominés par l'assurance véhicules à moteur, accidents et maladie. L'exposition aux ouragans, la valeur élevée des biens immobiliers et l'assurance obligatoire au tiers des véhicules à moteur ont profité au secteur non-vie. Il n'existe aucune restriction sur les cessions de réassurance; les compagnies peuvent s'organiser comme elles le souhaitent à l'étranger.

176. **Par manque d'actifs de plus long terme, la composition des actifs des compagnies d'assurance est inhabituelle — leur exposition aux prêts hypothécaires est relativement forte (tableaux IX.3 et IX.4).** La filière a joué un rôle important et inhabituel dans le financement hypothécaire dans les années 80 et 90 — sa part dans les prêts hypothécaires au logement atteignait 29 % en moyenne pendant les années 80 et au début des années 90, avant de tomber à 25 % en 1995 et à 16 % en 2000. Ainsi, les compagnies d'assurance sont exposées à un risque de crédit anormalement élevé. Leur contribution au marché des prêts hypothécaires continue de

baisser, mais l'encours des prêts hypothécaires représentait encore 23 % des actifs d'assurance vie en 2006.

Tableau IX.3. Barbade : Répartition des prêts hypothécaires au logement par prêteur
(en pourcentage)

	Banques commerciales	Sociétés de gestion de portefeuilles	Coopératives de crédit	Compagnies d'assurance	Total
1980	11,3	59,1	so	29,6	100,0
1985	9,8	60,6	so	29,6	100,0
1990	6,5	65,9	so	27,6	100,0
1995	5,9	68,8	so	25,4	100,0
2000	30,7	52,9	so	16,4	100,0
2005	40,2	35,7	15,8	8,2	100,0
2006	42,5	34,4	15,4	7,7	100,0

Source : Banque Centrale de Barbade, Annual Statistical Digest, 2007.

Tableau IX.4. Barbade : Répartition de la totalité des actifs des compagnies d'assurance
(en pourcentage)

	Obligations d'État	Actions d'entreprises	Prêts (hypothécaires)	Immobilier	Trésorerie	Autre	Total
1980	19,1	6,4	32,6	10,5	18,5	12,8	100
1985	14,7	5,3	37,1	11,5	30,3	1,0	100
1990	12,0	6,2	41,1	19,5	18,2	2,9	100
1995	16,0	8,8	33,4	18,6	17,8	5,4	100
2000	15,4	20,5	19,5	14,4	21,3	8,8	100
2005	34,8	19,3	16,7	10,0	14,3	4,9	100

Source : Banque Centrale de Barbade, Annual Statistical Digest, 2007.

Prise de risque excessive et initiatives de réformes

177. **Jusqu'à récemment, le contrôle dans le domaine de l'assurance était inapproprié et incombait à un bureau du ministère des finances.** La relative bonne performance du secteur était attribuée à l'expérience et à la bonne gouvernance des entreprises locales. En 2009, toutefois, l'impact de l'effondrement de CL Financial Ltd — grand groupe des Caraïbes basé à Trinité-et-Tobago et holding d'une banque d'investissement et de deux compagnies d'assurance régionales (*Colonial Life Insurance Company*, CLICO et *British-American Insurance Company*, BAICO) — s'est ressenti dans toute la région. Même si la chute du groupe a été induite par la crise financière internationale, les difficultés financières ont été attribuées à un excès d'opérations entre parties

apparentées non couvertes par la réglementation et à des placements à haut risque et agressifs, souvent non liquides, y compris dans l'immobilier, avec un fort effet de levier sur les actifs du groupe (Williams, 2009). Alors que les autorités de contrôle en place à Trinité-et-Tobago étaient averties de ces difficultés depuis un certain temps, les tentatives de remèdes ont été étouffées par un cadre législatif inapproprié.

178. **En 2005, les numéros deux et trois du secteur de l'assurance à La Barbade étaient CLICO International Life Ltd (CIL) et BAICO, qui représentaient 37 % et 6 % du marché, respectivement.** *CLICO International General Insurance* représentait 7 % du marché des primes. En février 2009, la Banque centrale de La Barbade a injecté des liquidités pour soutenir les filiales de CLICO à La Barbade; en avril, elle a accepté d'abonder à un fonds de soutien en liquidités pour les filiales de CLICO présentes dans les petits pays des Caraïbes; en juin, la vente des filiales de CLICO a été confiée à un comité gouvernemental (ECLAC, 2010). Un audit avait été demandé par les autorités judiciaires pour vérifier les actifs non vérifiables de l'entreprise. Des poursuites ont alors été envisagées contre les administrateurs de CIL, car ils n'avaient pas respecté leur obligation imposée en 2009 par les autorités de contrôle de l'assurance consistant à cesser d'émettre de nouvelles polices.

179. **Suite aux errements en matière de réglementation et de contrôle dans le domaine de l'assurance apparus lors de l'effondrement de CLICO, La Barbade a créé en 2011 un superviseur non bancaire, la *Financial Services Commission (FSC)*.**

Impact des réformes

180. Cette réforme a profondément renforcé le cadre réglementaire de l'assurance à La Barbade, même s'il est encore difficile d'en évaluer tout l'impact. Fin 2011, ses effets sur les titulaires et sur la performance budgétaire et économique restaient encore à apprécier. Toutefois, CLICO affirmait aux titulaires de ses polices que leur couverture restait en vigueur alors que les plans de restructuration de l'entreprise étaient soumis aux tribunaux. (www.clicoinfo.com)

Conclusion

181. **Question clé :** L'exemple de La Barbade illustre l'importance d'un contrôle adéquat pour assurer le développement pérenne de l'assurance. En l'espèce, face à une supervision inappropriée, le développement du secteur sur le long terme dépendait de la bonne gestion des entreprises elles-mêmes. Au départ, le marché disposait de peu d'actifs d'investissement pour les entreprises ou de sources de financement de prêts hypothécaires.

182. **Principaux impacts et politiques :** Libre de toute réglementation, face aux contraintes du marché, la filière s'est muée en grand pourvoyeur de financement de prêts, avant que les marchés bancaires ne reprennent ce rôle. Le manque de contrôle a favorisé les risques transnationaux systémiques.

183. **Principal risque :** L'absence de contrôle a permis le développement de risques systémiques à partir de compagnies dont les sièges étaient situés à l'étranger et qui étaient soumises à une réglementation insuffisante tant dans leur juridiction d'origine qu'à la Barbade.

C. Afrique du Sud/Botswana

Situation initiale

184. **L’Afrique du Sud et le Botswana sont traités ensemble, car les compagnies d’assurance basées en Afrique du Sud dominent au Botswana; en outre, ces deux pays affichent une forte incidence du VIH/SIDA.** Le secteur de l’assurance a su innover pour faire face aux effets extraordinaires du virus sur la mortalité et la morbidité.

185. **Le secteur de l’assurance en Afrique du Sud est dominé par des fonds de retraite, gros investisseurs qui ont une forte influence sur la capitalisation du marché boursier.** Le marché a également réussi à modéliser le VIH/SIDA et à proposer des contrats spécifiques aux malades. L’Afrique du Sud n’a pas de régime public des retraites, mais les employeurs garantissent une retraite via des fonds détenus par les compagnies d’assurance (vie). Dans la plupart des cas, ces compagnies sont à capitaux nationaux. En règle générale, la législation, la réglementation et le contrôle du secteur sont régulièrement actualisés. À la fin des années 90, plusieurs amendements à la loi d’habilitation du *Long-term Insurance Act* de 1998, du *Short-term Insurance Act* de 1998 et du *Financial Services Board* (FSB, le régulateur) ont été adoptés.

186. **Le secteur de l’assurance au Botswana suit très largement les tendances sud-africaines, car les compagnies d’assurance y sont détenues par des maisons mères situées en Afrique du Sud.** L’incidence du VIH/SIDA y est très élevée et le marché de l’assurance vie se développe grâce à une prise de conscience accrue et à une clientèle croissante. Outre les plans d’épargne, les rentes viagères, les assurances vie et obsèques, la filière propose également de assurances de prêt qui assurent le capital restant dû en cas de décès, d’incapacité ou de désengagement du titulaire. Jusqu’en 2008, au moment de la création d’une autorité de contrôle non bancaire, le secteur était placé sous le contrôle du régistrateur des assurances (*Registrar of Insurance*) du ministère des finances.

Innovations du marché

187. **Ce secteur a innové en modélisant les effets du VIH/SIDA.** La société actuarielle d’Afrique du sud dispose d’un Comité SIDA qui a élaboré un modèle SIDA et démographique en 1989, révisé par la suite. Voici quelques-unes des mesures prises par la filière face au VIH/SIDA :

- Obligation de dépistage régulier du VIH, avec des tarifs plus élevés pour ceux qui ne l’ont pas fait ou dont le résultat est positif;
- Assurance obsèques avec des tarifs supérieurs à la normale, mais avec des prestations moindres ou des temps d’attente réduits.
- Polices universelles pour la vie avec davantage de souplesse selon les cas.

188. **Les produits d’assurance de prêt en cas de décès sont désormais populaires au Botswana; ils étaient déjà disponibles pour les crédits à la consommation et à la vente en Afrique du Sud pour les clients à faible revenu.** Au Botswana, les banques, les prêteurs à terme et les créanciers exigeaient d’assurer les prêts. Cette assurance couvrait le décès entraîné par le VIH et

permettait donc d’octroyer des prêts en dépit des fortes incertitudes causées par le VIH/SIDA (Beste *et al.*, 2007). Malgré des conditions très onéreuses, ce système permettait à des particuliers d’emprunter alors qu’ils auraient autrement été exclus du marché. Cette pratique a souffert de l’aléa moral et de sélection adverse, car les séropositifs pouvaient emprunter sans se faire dépister et parce qu’il n’existait pas d’incitation à maîtriser le risque pour les prêteurs. En conséquence, les assureurs se sont retirés de ce marché.

Impact des innovations du marché

189. **Avec environ 40 % de la population adulte séropositive au Botswana, l’assurance de prêt permettait au marché du crédit de continuer à fonctionner.** Les assureurs ont également amélioré leurs pratiques en demandant un dépistage du VIH : si le test est négatif au départ, le contrat doit être honoré même en cas d’infection par la suite. En 2005, un assureur sud-africain a proposé des contrats moins chers aux séropositifs sachant qu’un suivi et un traitement constants améliorent grandement le profil de risque de l’assuré. Pour être couvert, il fallait un dépistage régulier et suivre, le cas échéant, un traitement aux antirétroviraux⁴⁰.

190. **La filière a également amélioré sa gestion du risque.** Sa capacité à répondre aux besoins d’assurance des ménages à faible revenu est à l’examen depuis longtemps et le FSB met désormais davantage l’accent sur la protection des consommateurs⁴¹.

D. Conclusion

191. **Question clé :** Les effets de l’épidémie de VIH/SIDA sur la morbidité et la mortalité ont été graves au point d’entraîner la défaillance des marchés de l’assurance et du crédit (risque de défaut élevé et non mesuré). Au départ, le secteur a réagi en utilisant l’assurance de prêt en cas de décès pour permettre au crédit de continuer et plus tard, en menant des recherches pour permettre au marché de l’assurance de fonctionner.

192. **Principale difficulté :** L’assurance de prêt en cas de décès coûtait cher et a créé des incitations perverses pour les emprunteurs et les prêteurs, si bien que l’Afrique du Sud a adopté une réglementation sur le crédit à la consommation. Au Botswana, un nouvel organisme de contrôle pour les institutions financières non bancaires a été créé en 2008.

⁴⁰ Voir l’article de *The Economist*, «South Africa Rethinks», du 9 novembre 2006.

⁴¹ Contrairement aux Principes fondamentaux de Bâle sur l’activité bancaire, les principes de l’IAIS mettent en exergue le contrôle des pratiques du marché.

Bibliographie

Bester, Hennie, Doubell Chamberlin, Ryan Hawthorne, Stephen Malherbe and Richard Walker, 2004, "Making Insurance Markets Work for the Poor in Botswana, Lesotho, Namibia, and Swaziland," Genesis Analytics (Pty) Ltd. Disponible sur www.microfinancegateway.org/

Bester, Hennie, Doubell Chamberlin, Ryan Sharp and Richard Walker, 2005, "A Regulatory Review of formal and informal Funeral Insurance Markets in South Africa," (A market review and regulatory proposal prepared for Finmark Trust, Genesis Analytics (Pty) Ltd). Disponible sur www.finmark.org.za

Commission économique pour l'Amérique latine et les Caraïbes (CEPALC), 2010, "Preliminary Overview of the Economies of the Caribbean, 2009-10 (Striving for Productive Diversification after the Great Recession)," Mimeo ECLAC, Sub-regional Headquarters for the Caribbean, LC/CAR/L.252).

Insurance Regulatory and Development Authority, Annual Reports, 2004/05 to 2009/10. Disponible sur http://www.irda.gov.in/ADMINCMS/cms/frmGeneral_NoYearList.aspx?DF=AR&mid=11.1

Insurance Regulatory and Development Authority, Regulations.

Disponible sur <http://www.irda.gov.in>

Law Commission of India, 2004, 190th Report on the Revision of the Insurance Act, 1938 and The Insurance Regulatory and Development Authority Act, 1999.

Disponible sur <http://lawcommissionofindia.nic.ni/reports.htm>

Narasimhan, K.P. *et al.*, 2005, Report of the KPN Committee on Provisions of the Insurance Act, 1938. Disponible sur <http://www.irda.gov.in>

Sinha, Tapen, 2005, "The Indian Insurance Industry: Challenges and Prospects." September 2005. Disponible sur SSRN: <http://ssrn.com/abstract=792166>

Sinha, Tapen, 2007, "An Analysis of the Evolution of Insurance in India," in *Handbook of International Insurance- Between Global Dynamics and Local Contingencies*, ed. by J. David Cummins and Bertrand Venard (New York: Springer Science + Business Media, LLC).

Vivian, Robert W., 2007, "South African Insurance Markets," in *Handbook of International Insurance – Between Global Dynamics and Local Contingencies*, ed. by J. David Cummins and Bertrand Venard (New York: Springer Science + Business Media, LLC).

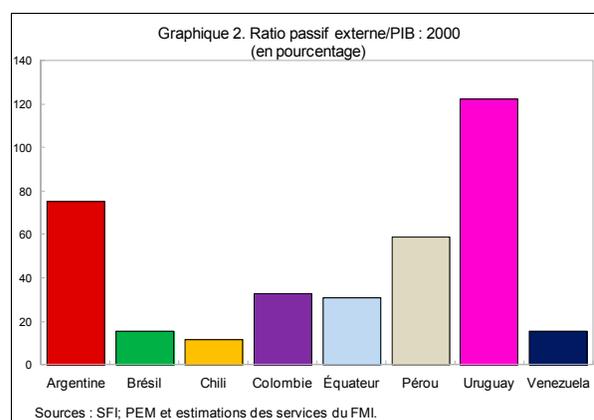
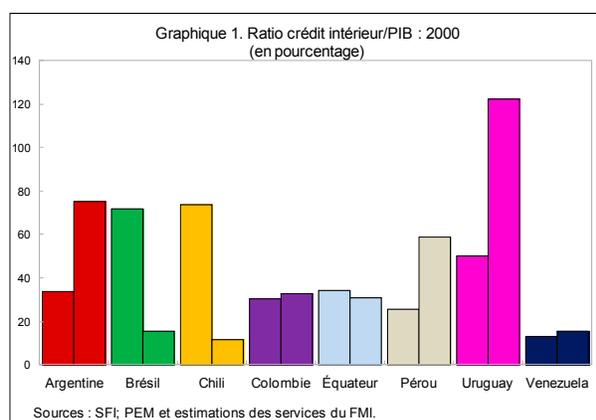
Williams, Ewart S., 2009, "Remarks for the CIB/CLICO Media Conference," January 30, 2009. Disponible sur www.centralbank.org

X. URUGUAY : SE PROTÉGER DES LIENS MONDIAUX⁴²

Cette étude de cas examine l'utilisation de la surveillance prudentielle pour corriger les faiblesses du système financier en Uruguay à la suite de la crise argentine de 2002–03. Vers la fin des années 90, l'Uruguay s'était considérablement financiarisé et le pays était devenu un centre financier régional avec des liens financiers transfrontaliers importants. Cependant, cette financiarisation s'était faite sans cadre macroprudentiel sûr, générant ainsi un risque d'instabilité financière. Cela s'est vérifié en 2000–03 lorsque la crise financière argentine s'est propagée aux banques uruguayennes. En réaction à cette crise, l'Uruguay a décidé d'associer la mise en œuvre d'un cadre macroéconomique renforcé à une refonte de son cadre prudentiel afin de réduire les risques de crises futures. Les mesures appliquées dans le pays comportaient à la fois des composantes traditionnelles et des aspects innovants.

A. Situation initiale

193. **En 2000, le secteur bancaire uruguayen comptait parmi les plus financiarisés de la région.** Le ratio crédit/PIB (51 %) n'était devancé que par le Brésil et le Chili. L'Uruguay était aussi l'un des marchés émergents les plus intégrés (en fonction de la somme des créances et engagements extérieurs/PIB). Le pays avait un compte de capital très libéralisé et attirait souvent les capitaux des autres pays de la région lorsqu'ils étaient en proie à des turbulences.



194. **Dollarisation importante et dépendance régionale étaient les maîtres mots du système bancaire.** Le système bancaire était profondément dollarisé et donc sensible aux dépréciations du taux de change. Il était également marqué par une grande dépendance régionale, surtout vis-à-vis de l'Argentine, l'Uruguay étant devenu progressivement un centre financier important dans la région. À la fin de l'année 2001, environ 45 % des dépôts en dollars dans le secteur bancaire étaient

⁴² Préparé par Sarwat Jahan (SPR); avec nos remerciements à Sibabrata Das pour son concours en matière de recherche.

détenus par des non-résidents à l'étranger (voir graphique). Presque 80 % de ces dépôts se trouvaient dans des filiales ou succursales de banques étrangères.

B. La crise de 2001–2002

195. **Les liens financiers étroits entre l'Uruguay et les pays voisins, associés à l'absence de surveillance prudentielle adéquate, ont amplifié les risques transfrontaliers lors de la crise en**

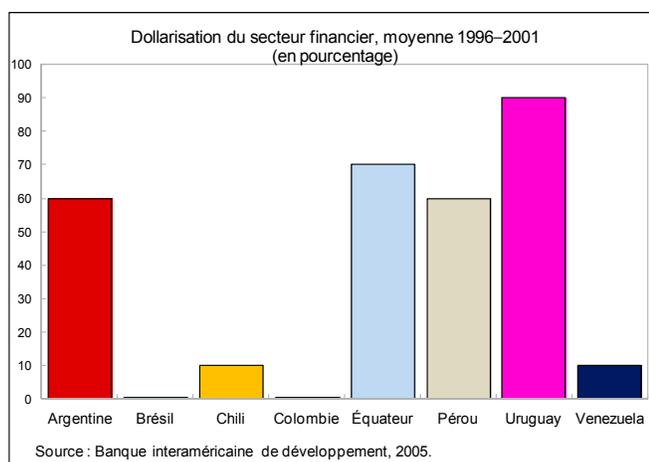
Argentine. En 2001–02, la crise du secteur bancaire en Argentine a déclenché des retraits massifs en Uruguay. C'est la décision du gouvernement argentin d'instaurer un contrôle des mouvements des capitaux et un gel des dépôts pour ses citoyens qui donne, en décembre 2001, le coup d'envoi de la crise. Les déposants argentins, à court de liquidités, commencent alors à retirer leurs dépôts auprès des deux plus grandes banques privées uruguayennes. Cela se traduit par une pénurie de liquidités, qui déclenche un mouvement de retraits massifs. En mars 2002, 12 % des dépôts bancaires totaux en Uruguay — détenus pour la plupart par des non-résidents — ont déjà quitté le pays.

196. **La deuxième vague de retraits massifs intervient en avril 2002, causée par la perte de confiance suite à la dégradation de la cote de crédit «investissement de qualité» de l'Uruguay.**

Les déposants nationaux craignent que le gouvernement uruguayen impose un gel. De plus, le système bancaire étant presque entièrement dollarisé, il est évident pour l'opinion publique que la banque centrale ne détient pas suffisamment de réserves en devises pour disposer du volume de liquidités requis pour couvrir les sorties importantes de dépôts. En conséquence, les résidents commencent aussi à retirer leurs dépôts des banques publiques. Fin juillet 2002, 38 % du total des dépôts en chiffres cumulatifs ont été retirés du système, et 51 % des dépôts détenus par des non-résidents sont sortis du pays. De plus, le peso s'est déprécié de 57 % sur la même période⁴³ et la plupart des banques sont devenues techniquement insolvables. Le crédit au secteur non financier subit une contraction de 37 % pendant l'année 2002, contribuant ainsi dans une grande mesure au recul du PIB de 107 % cette même année.

C. Les germes de la vulnérabilité

197. **Malgré l'importante financiarisation de l'économie uruguayenne, elle a été vulnérable à la crise argentine.** Deux caractéristiques bien distinctes expliquent ce phénomène : i) exposition transfrontalière élevée et forte dollarisation; ii) faiblesse de la situation financière du secteur bancaire intérieur. En Uruguay, la surveillance des expositions bancaires transfrontalières était inadéquate et la majorité des flux bancaires transfrontières (prêts et dépôts) provenaient ou étaient à destination d'un même pays — l'Argentine. L'absence de surveillance consolidée et de partage d'information entre les



⁴³ La crise continua de mettre la devise uruguayenne à l'épreuve et le pays dû revenir à un cours flottant en juin 2002.

autorités de surveillance en Argentine et en Uruguay a contribué à sous-estimer la vulnérabilité du système bancaire uruguayen et, par là même, à la gravité de la crise de 2002.

198. **Le système financier était intrinsèquement sensible aux chocs externes en raison de la structure de son bilan.** En décembre 2001, le total des dépôts atteignait 15,4 milliards de dollars (83 % du PIB), dont 90 % de dépôts en devises et 47 % de ces derniers détenus par des non-résidents. Malgré cette structure de dépôts déséquilibrée, la Banque centrale uruguayenne (*Banco Central del Uruguay*, BCU) ne disposait pas de règles prudentielles sur les dépôts libellés en devises détenus par des non-résidents. Il n'y avait aucun ratio de liquidité ni de limite à ces dépôts, et la surveillance des banques détenues par l'État était inadaptée et tardive⁴⁴. De plus, la dollarisation ne se limitait pas au passif des banques, mais s'étendait aussi à leurs actifs. Plus de 70 % des prêts en devises avaient été concédés à des résidents du pays, même si la grande majorité d'entre eux ne percevait pas de revenus en devises, et les prêts n'étaient pas couverts.

199. **La dollarisation était à la fois un bienfait et un handicap dans l'expansion du secteur financier en Uruguay.** Même si la dollarisation favorisait des niveaux élevés d'intermédiation financière et permettait à l'Uruguay d'attirer d'importants dépôts étrangers, surtout en provenance d'Argentine, elle engendrait aussi une grande vulnérabilité (voir encadré X.1). L'économie du pays était fortement exposée à l'inversion des flux de capitaux («arrêts soudains»). Avec une dollarisation forte du passif sur le marché intérieur et une économie ouverte, l'Uruguay était ainsi à la merci d'un choc venu de l'extérieur, tel que la crise en Argentine. La vulnérabilité due à la forte dollarisation était encore accentuée par le déséquilibre entre les monnaies de libellé des actifs et passifs, y compris par des asymétries indirectes (emprunteurs non couverts).

200. **La fragilité financière du secteur bancaire a exacerbé les facteurs de vulnérabilité.** Le secteur était très segmenté avec d'un côté, les deux grandes banques publiques (*Banco de la República Oriental del Uruguay*, BROU, et *Banco Hipotecario del Uruguay*, BHU, représentant ensemble 40 % des actifs du secteur) et de l'autre, un groupe d'environ 30 banques privées (étrangères pour la plupart), comprenant des banques locales d'investissement et des coopératives d'épargne-crédit. Parmi ces banques privées, deux établissements dominaient le segment, la *Banco Galicia Uruguay* (BGU) et la *Banco Comercial* (BC), dont les actifs cumulés représentaient environ 20 % du total du secteur bancaire. Le système était caractérisé par une surveillance, des contrôles internes et des systèmes de gestion du risque inadaptés dans les institutions financières de l'État.

201. **Au sein du secteur bancaire, la situation financière des deux grandes banques publiques (BROU et BHU) était très mauvaise.** Ces deux banques avaient des pratiques d'octroi de prêt douteuses et une mauvaise gouvernance. Par conséquent, leurs niveaux de créances improductives et de coûts étaient plus élevés que ceux des autres établissements, et leurs bénéfices plus faibles. En réalité, en décembre 2001, le ratio des créances improductives sur le total des prêts des banques publiques était de 39,1 % contre 5,6 % pour les banques privées, alors que le retour sur

⁴⁴ «Third Review under the Stand-By Arrangement and Request for Modification and Waiver of Applicability of Performance Criteria», Supplementary Information, FMI, juin 2003, page 2.

capitaux propres après impôts était de moins 4,5 % pour les banques publiques et de moins 0,9 % pour les banques privées.

Encadré X.1. Stabilité financière dans les économies dollarisées

La dollarisation est souvent utilisée pour se protéger du risque de change et de l'inflation. Les emprunteurs et prêteurs d'un pays préfèrent libeller leurs transactions dans une devise étrangère lorsqu'ils pensent qu'elle sera plus stable et constituera donc une monnaie d'intermédiation moins risquée. Cependant, la dollarisation peut engendrer i) des risques de liquidité systémiques découlant de l'augmentation perçue du risque pays ou du risque bancaire; ii) un risque de solvabilité découlant de l'asymétrie entre les monnaies de libellé des actifs et passifs en cas de forte dépréciation. Dans les systèmes utilisant deux devises, les banques, les investisseurs et les autorités de contrôle ne reconnaissent pas ou n'internalisent pas les risques prudentiels inhérents aux transactions en devises. Ce problème est très marqué dans les pays où le taux de change a été contrôlé étroitement pendant longtemps, en partie pour se prémunir des conséquences potentiellement néfastes de fluctuations importantes du taux de change sur le bilan du secteur financier. Dans ce cas-là, réintroduire progressivement une plus grande flexibilité des taux de change peut éventuellement permettre au secteur privé d'être mieux à même d'évaluer le risque de change, de réévaluer les taux d'intérêts sur la monnaie nationale et ouvrir la voie à la dé-dollarisation (par exemple, Pérou 2011). En général, des fondamentaux améliorés favoriseront la dé-dollarisation, permettant ainsi au taux de change de jouer un rôle d'amortisseur plus large.

Pour les économies dollarisées, prendre des mesures pour promouvoir l'utilisation de la monnaie locale présenterait des avantages prudentiels certains. Il faudrait par exemple œuvrer pour une meilleure acceptation de la monnaie locale comme moyen d'intermédiation, notamment en s'engageant ouvertement à protéger son pouvoir d'achat par des mesures structurelles qui favorisent le développement des marchés et des instruments libellés dans la monnaie locale. Dans ce contexte, il faut également souligner que des politiques macroéconomiques solides et une surveillance du secteur bancaire satisfaisante permettront de réduire le risque de crise du secteur bancaire dans les économies très dollarisées, comme dans les autres économies.

Le rythme, la nature et l'ampleur des réformes prudentielles et des réformes de marché dépendront très probablement du pays, du degré de dollarisation de l'économie et de la tendance observée. Pour limiter les coûts et les risques engendrés par les ajustements, des réformes politiques plus progressives et prudentes seront probablement de mise dans les économies fortement dollarisées. Les pays où la dollarisation reste marginale mais en forte augmentation devront, quant à eux, prendre des mesures plus énergiques et décisives.

Source : Financial Stability in Dollarized Economies, IMF Occasional Paper No. 230, 2004.

D. Surmonter la crise et corriger les faiblesses

202. **Les autorités ont réagi à la crise en deux temps.** Dans un premier temps, elles sont intervenues pour endiguer les retraits massifs en approvisionnant le secteur bancaire en liquidités et en restructurant et/ou liquidant les établissements en difficulté. Lorsque les retraits ont commencé à diminuer et que le secteur bancaire a pu reprendre ses activités dans un contexte normal, les autorités ont enclenché une série d'initiatives visant à renforcer le cadre réglementaire et le contrôle

du secteur (Adler *et al.*, 2009). Le cadre réglementaire du pays a été progressivement amélioré pour combler les lacunes (voir la synthèse à l'encadré X.2), identifiées lors de la crise de 2002–03, et pour mieux le préparer à relever les défis à venir. Voici quelques exemples des réformes entreprises :

- **Différents taux de réserves obligatoires ont été introduits en fonction du lieu de résidence des déposants afin de contrôler les risques engendrés lorsque le financement dépend des non-résidents.** Les autorités ont tout particulièrement visé l'une des causes principales de la crise des retraits massifs en augmentant les obligations de réserves pour les dépôts effectués par des non-résidents.
- **Le système de classement des prêts et les provisions sur prêts** a été affiné pour mieux prendre en compte les caractéristiques spécifiques des prêts, comme la maturité et les asymétries monétaires. L'adoption d'un classement en sept catégories a permis de mieux hiérarchiser les prêts en fonction du risque de défaut de remboursement. La nouvelle réglementation sur les provisions exigeait d'évaluer la capacité de remboursement des gros débiteurs non seulement sur la base de leur historique de prêt et la notation du risque pays (pour les emprunteurs étrangers), mais aussi par des analyses de sensibilité distinctes/tests de résistance prenant en compte le risque de ralentissement de l'économie, les taux d'intérêts et les asymétries dues aux taux de change, avec une classification pénalisante pour les emprunteurs qui ne passaient pas le test. Le nouveau système de provisions était innovant, car il comportait des critères ex-post ainsi que des éléments prospectifs. Ce système était dynamique en ce sens qu'il liait les provisions exigées à la croissance du crédit afin d'atténuer le caractère pro-cyclique du crédit. L'Uruguay a été parmi les premiers pays du monde (le premier dans la région) à opter pour un système de provisions dynamiques en 2001.
- **Un durcissement du critère de liquidité** a permis de renforcer les protections du système contre les crises de liquidité. Cette mesure était innovante, car elle introduisait un régime de liquidités spécifique, basé sur différentes catégories de maturité des dépôts.
- **L'exposition à la concentration des créanciers et au risque pays** a été limitée en plafonnant l'exposition à un seul emprunteur, un seul secteur et un seul pays.
- **La réglementation bancaire transfrontalière** s'est améliorée du fait que les filiales et succursales de banques étrangères et agences offshore ont été soumises aux mêmes exigences prudentielles, et aux mêmes inspections et obligations déclaratives réglementaires que les banques nationales. La BCU a le pouvoir de demander la fermeture d'une entité d'une banque étrangère, et même d'une agence offshore, si elle établit que la supervision dans le pays d'accueil est inadaptée. Des protocoles d'accord ont été signés dans cette optique avec plusieurs autorités de régulation.
- **Les mesures de surveillance** incluent l'obligation pour les banques de mettre en place un système de gestion du risque intégré, ainsi que des obligations de publication sur les pratiques internes de gestion du risque et des tests de résistance réguliers des entreprises emprunteuses.
- **Les mesures de développement du marché** comprenaient notamment la mise en place d'un bureau du crédit global proposant une information sur le classement du risque de certains emprunteurs et les montants des prêts consolidés. Cela permettait d'évaluer la qualité des prêts

immobiliers et prêts à la consommation mensuellement, et plus seulement au moment de l'octroi d'un prêt, d'un renouvellement ou d'une restructuration de prêt.

- **La dé-dollarisation était encouragée** par une augmentation des exigences de liquidité sur les dépôts des non-résidents. Les autorités ont également émis plus de titres indexés en monnaie locale pour promouvoir la dé-dollarisation. Grâce à la préférence accrue pour les actifs libellés en pesos, la part des dettes en monnaie locale a augmenté d'environ 30 points de pourcentage entre la fin 2002 et la fin juin 2010. Récemment, les autorités ont adopté des réglementations prudentielles⁴⁵ pour promouvoir la dé-dollarisation du secteur bancaire (c.-à-d. relèvement des coefficients de réserve sur les dépôts en devises étrangères; ratios de capital plus élevés pour les prêts en devises étrangères; plafonnement de l'exposition des banques aux devises étrangères et provisions plus élevées sur les prêts en devises octroyés à des consommateurs ou grandes entreprises). Depuis mars 2009, la BCU soutient aussi le développement de couvertures de change pour continuer de promouvoir la dé-dollarisation.

Encadré X.2. Mesures prises face aux risques pour la stabilité

Risque	Mesures prises
Risque de liquidité dû à la dollarisation	Obligation de réserves plus importantes sur les dépôts en devises.
Risque de liquidité dû à l'exposition transfrontalière	Augmentation des ratios de liquidité pour les dépôts des non-résidents
Risque de crédit dû à la dollarisation	Augmentation des exigences de capitaux pour les crédits en devises; surpondération du risque sur les prêts en devises
	Modification de la classification des prêts et des règles de provisionnement pour tenir compte de la capacité de remboursement en cas de changement des conditions du marché, y compris de mouvement du taux de change
	Imposition de critères stricts pour la classification de prêts à la consommation et au logement en devises
Risques de crédit dû à l'exposition transfrontalière.	Fixation de limite sur l'exposition à un pays donné
Risques de devises et inadéquation monétaire	Imposition d'exigences de capitaux pour les positions ouvertes en devises, y compris surpondération du risque pour les prêts accordés en devises à des emprunteurs non couverts
Risques transfrontaliers, y compris liés à l'exploitation de conglomérats financiers transnationaux	Signature de protocoles d'accord avec l'Espagne et l'Argentine, entre autres

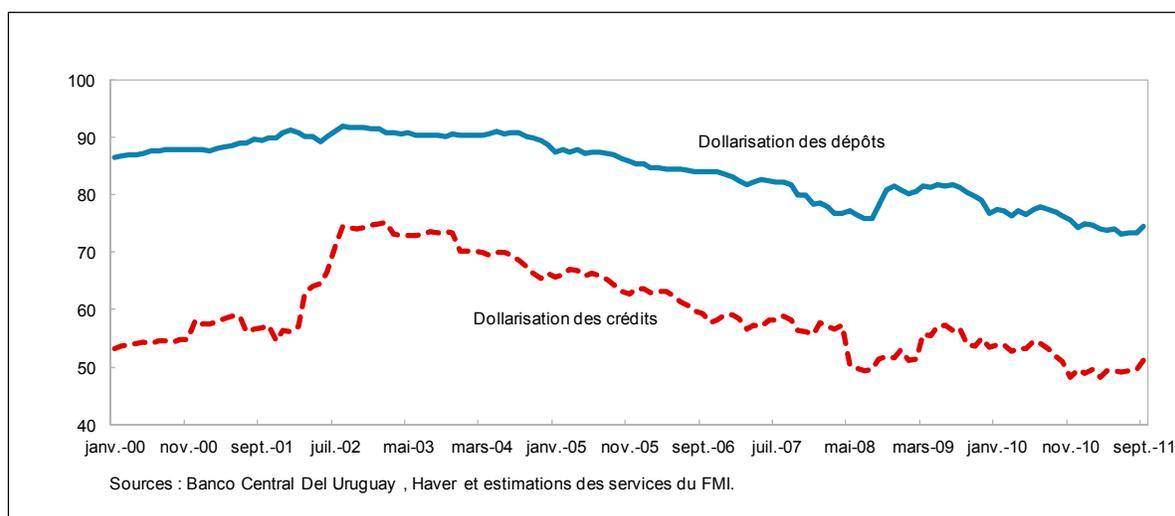
Source : Uruguay: Financial System Stability Assessment, IMF Country Report No. 06/439.

E. Évaluation de l'impact

⁴⁵ De toute évidence, la réglementation prudentielle est l'un des facteurs qui a contribué à la dé-dollarisation. À titre d'exemple, une étude récente a montré qu'au cours de la dernière décennie, certains pays d'Amérique latine (Bolivie, Paraguay, Pérou et Uruguay) ont vu la dollarisation de leur secteur financier reculer progressivement mais sûrement. Cette étude souligne également que l'appréciation du taux de change a joué un rôle essentiel dans la dé-dollarisation des dépôts. L'introduction de mesures prudentielles pour inciter à internaliser les risques de la dollarisation (y compris une gestion active du différentiel entre les coefficients de réserves), l'émergence d'un marché des capitaux en monnaie locale et la dé-dollarisation des dépôts ont précipité le déclin de la dollarisation du crédit. Pour plus d'information, voir García-Escribano *et al.*, (2010).

Dé-dollarisation : depuis la crise de 2002, la dollarisation du secteur bancaire en Uruguay a reculé. Entre décembre 2002 et octobre 2010, la dollarisation des dépôts et des crédits a décliné de 15 et 24 points de pourcentage respectivement, même si les niveaux restent encore élevés.

Graphique X.3. Uruguay : Dollarisation des dépôts et des crédits, 2000–11



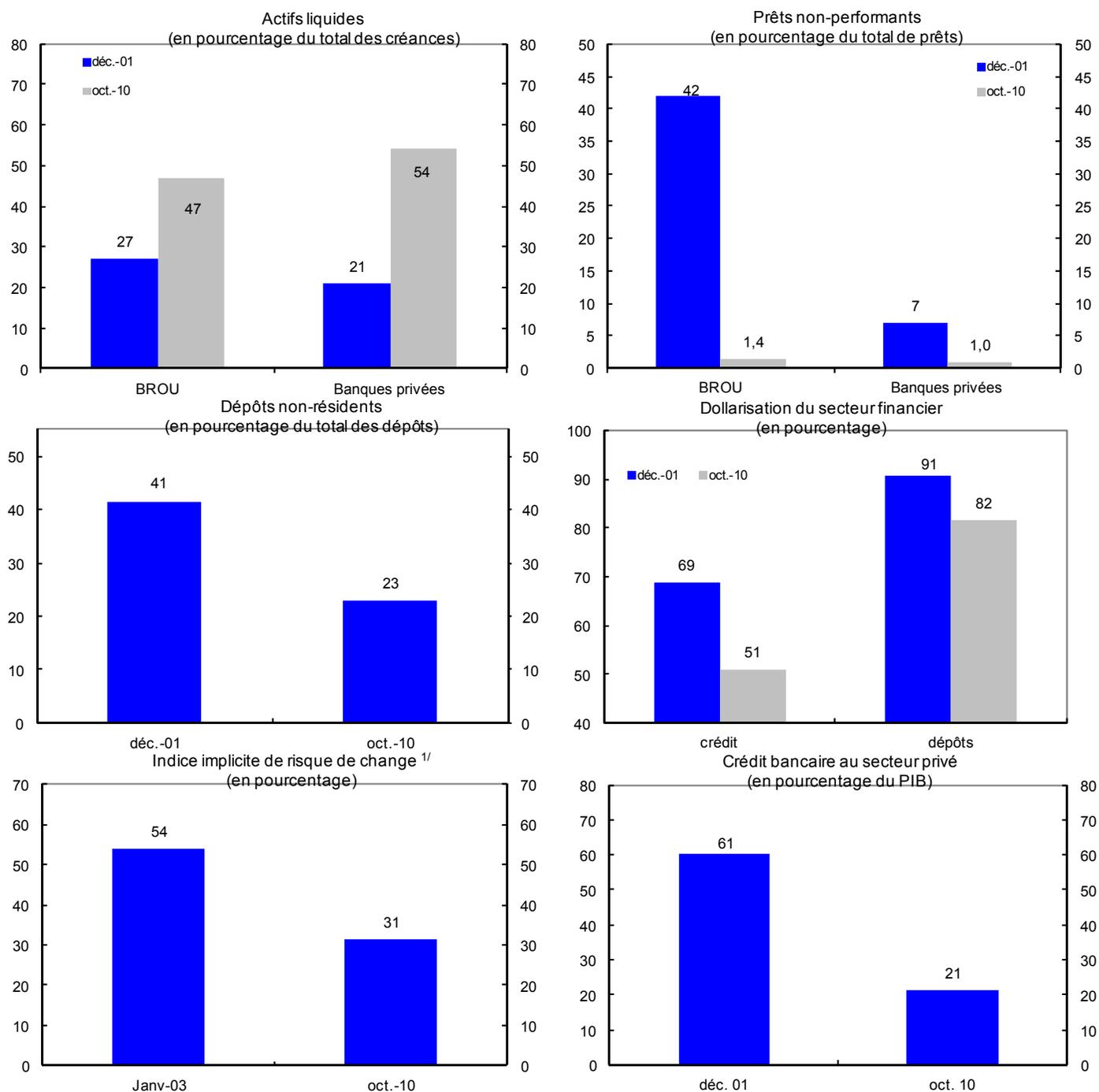
203. **Efficacité des politiques** : le processus de dé-dollarisation a également permis de renforcer la transmission monétaire. Une étude récente (Santiago et Coble, 2011) révèle que l'écart d'efficacité entre les mécanismes de transmission monétaire au Chili, en Nouvelle-Zélande, au Pérou et en Uruguay est à imputer en grande partie au degré élevé de dollarisation des deux derniers pays. Au Pérou et en Uruguay, le taux de change reste un élément important pour faire face aux pressions inflationnistes, révélant l'impact encore modéré des taux directeurs dans le contrôle de l'inflation, avec une forte répercussion des variations du taux de change sur les prix. Ces pays ayant enclenché un processus de dé-dollarisation de grande ampleur, il est important de noter, cependant, que l'importance de ce levier décroît avec le temps, au fur et à mesure que celui du taux d'intérêt augmente⁴⁶.

204. **Stabilité financière** : grâce aux réformes réglementaires entreprises après la crise de 2002, la vulnérabilité macrofinancière est restée faible, même après la crise financière mondiale de 2008. Les banques misent sur le financement des dépôts, préservent des réserves de liquidité considérables et sont peu endettées. Les normes de fonds propres sont toujours largement au-dessus du minimum réglementaire (8 %), la conformité est assurée même face aux chocs importants des tests de résistance de la BCU. Les provisions pour créances irrécouvrables sont aujourd'hui six

⁴⁶ La réglementation prudentielle s'est accompagnée de la mise en place de cadres macroéconomiques forts, comme un ancrage nominal crédible et une certaine souplesse du taux de change pour absorber les chocs extérieurs. Les autorités uruguayennes continuent d'œuvrer pour améliorer la crédibilité des cadres politiques et renforcer les ancrages nominaux (comme le montre l'introduction d'un cadre ciblant l'inflation en 2008).

fois plus élevées que les plus bas records de prêts improductifs, en partie en raison du provisionnement dynamique. Malgré une forte pression des banques espagnoles, les pressions de financement auxquelles les banques mères sont confrontées ne se sont pas étendues à l'Uruguay, en partie parce que les autorités ont décidé de limiter l'exposition des filiales de banques mères par le biais des changements détaillés ci-dessus dans la réglementation. Le cadre macroprudentiel a probablement participé à limiter les risques associés à la forte croissance du crédit entre 2006 et 2008, par i) un classement strict des prêts et des provisions généreuses se fondant sur des critères prospectifs; ii) des plafonds explicites sur l'exposition au risque de crédit, qu'il soit individuel ou sectoriel et iii) un système de liquidités fort.

Graphique X.4. Uruguay : Indicateurs du système bancaire



Sources : Banco Central del Uruguay et calculs des services du FMI.

1/ Crédit en devise au secteur des biens non échangeables en pourcentage du crédit total.

F. Conclusion

205. **Principaux risques :** Malgré une financiarisation avancée de son économie, l'Uruguay a été très vulnérable aux retombées de la crise argentine. L'économie du pays était très exposée aux chocs de change à cause de la forte dollarisation. Les opérations bancaires transfrontalières ont été les vecteurs de la contagion entre le système bancaire et ses partenaires extérieurs. Le système bancaire intérieur était vulnérable aux chocs externes en raison des fortes asymétries bilantielles de monnaies de libellé et d'échéances.

206. **Politiques principales et impacts :** Au lendemain de la crise de 2002, l'Uruguay a totalement revu son cadre prudentiel pour réduire les risques de crise à l'avenir. La réglementation et la surveillance du système financier, et tout particulièrement du secteur bancaire, se sont grandement améliorées. Différentes mesures ont été adoptées pour internaliser les risques liés à la dollarisation et les activités transfrontalières, améliorant la résistance du système financier aux chocs. L'efficacité des politiques macroéconomiques a également progressé à mesure que le processus de dé-dollarisation renforçait la transmission monétaire par le biais des taux d'intérêt.

207. **Principaux enseignements :** l'enseignement principal à tirer de l'expérience de l'Uruguay est que la financiarisation doit s'accompagner de réglementations prudentielles adéquates et de mécanismes de surveillance afin de réduire les risques. Le suivi actif, la surveillance et les politiques adaptées ont joué un rôle important dans la réduction de la dollarisation du secteur bancaire, diminuant l'exposition transfrontière et renforçant la solidité du secteur financier.

Bibliographie

- Allen, F., T. Beck, E. Carletti, P. Lane, D. Schoenmaker, and W. Wagner, 2011, "Cross-Border Banking in Europe: Implications for Financial Stability and Macroeconomic Policies," Centre for Economic Policy Research (CEPR).
- Barajas, A., and R. Morales, 2003, "Dollarization of Liabilities: Beyond the Usual Suspects," IMF Working Paper WP/03/11 (Washington: International Monetary Fund).
- Fernández-Arias, E., 2005, "Financial Dollarization and De-dollarization," *Economic and Social Studies Series*, Inter-American Development Bank.
- García-Escribano, M., 2010, "Peru: Drivers of De-dollarization." IMF WP/10/169, (Washington: International Monetary Fund).
- García-Escribano, M. and S. Sosa, 2011, "What is Driving Financial De-dollarization in Latin America?" IMF WP/11/10, (Washington: International Monetary Fund).
- Gulde, A., D. Hoelscher, A. Ize, D. Marston, and G. De Nicolo, 2004, "Financial Stability in Dollarized Economies," IMF Occasional Paper 230 (Washington: International Monetary Fund).
- Gustavo Adler, G., M. Mansilla and T. Wezel, 2009, "Modernizing Bank Regulation in Support of Financial Deepening: The Case of Uruguay," IMF Working Paper WP/09/199.

IMF, 2006, "Uruguay: Financial System Stability Assessment, including Reports on the Observance of Standards and Codes on the following topics: Banking Supervision and Payment Systems", IMF Country Report No. 06/439 (Washington: International Monetary Fund).

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2006/cr06439.pdf>

_____, 2009b, "Global Financial Regulatory Reform: Implications for Latin America and the Caribbean ", IMF Staff Position Note SPN/09/19 (Washington: International Monetary Fund).

_____, 2011, "Peru: 2011 Article IV Consultation," SM/11/315, (Washington: International Monetary Fund).

_____, 2011, "Uruguay: 2010 Article IV Consultation," IMF Country Report No. 11/62, (Washington: International Monetary Fund).

Pinon, M., G. Gelos, and A. Lopez-Mejia, 2008, "Macroeconomic Implications of Financial Dollarization: The Case of Uruguay," IMF Occasional Paper No. 263, (Washington: International Monetary Fund).

Plaza, L., and S. Sirtaine, 2005, "An Analysis of the Uruguayan Banking Crisis," World Bank Policy Research Working Paper 3780, WPS3780 (Washington: World Bank).

Santiago, A., and D. Coble, 2011, "Monetary Transmission in Dollarized and Non-dollarized Economies: The Case of Chile, New Zealand, Peru and Uruguay," IMF Working Paper No. 11/87 (Washington: International Monetary Fund).

Seelig, S., 2007, "Resolving the Banking Crisis in Uruguay," *Building Monetary and Financial System: Case Studies in Technical Assistance*, ed. by C. Enoch, M. Castello-Branco, and K. Habermeier (Washington: International Monetary Fund).

Terrier G., R. Valdés, C. Tovar, J. Chan- Lau, C. Fernández-Valdovinos, M. García- Escribano, C. Medeiros, M. Tang, M. Martin, and C. Walker, 2011, " Policy Instruments To Lean Against The Wind In Latin America," IMF WP/11/159, (Washington: International Monetary Fund).

Wezel, T., 2010, "Dynamic Loan Loss Provisions in Uruguay: Properties, Shock Absorption Capacity and Simulations Using Alternative Formulas," IMF Working Paper WP/10/125.