

Petits pas

Le juste équilibre dans le développement financier des petites économies : un réalisme payant

Mark Stone et Seiichi Shimizu

LES MARCHÉS financiers des petites économies présentent en principe des avantages substantiels : politiques monétaires et budgétaires plus efficaces, meilleur transfert des risques, financement accru des entreprises et meilleure intégration à l'économie mondiale. Mais les fondements analytiques du développement de ces marchés sont limités, la recherche internationale ayant surtout porté sur les marchés financiers des pays avancés et émergents. De plus, les politiques de développement des marchés financiers ont tendance à cibler davantage les pays, car les petites économies sont assez différentes les unes des autres (voir encadré).

Le présent article examine cette lacune analytique et propose des stratégies de développement des marchés financiers «essentiels» — devises, monnaie, titres publics et valeurs mobilières — dans les petites économies. Ces marchés sont jugés essentiels parce qu'ils proposent des services financiers au niveau le plus fondamental. L'article présente également les étapes que les petits pays peuvent suivre, en reconnaissant que les solutions génériques sont inadaptées à ces pays.

Des marchés peu développés

Les marchés financiers des petites économies sont généralement peu développés et proposent moins de services que ceux des grandes économies. Leurs marchés des changes ont un volume d'activités nettement inférieur à celui des pays émergents, et moins de 50 % réalisent des opérations à terme (achat ou vente de devises à terme à un taux de change prédéfini). Leurs marchés financiers sont très peu développés et sont pour la plupart dominés par des transactions interbancaires en espèces à un jour. Seulement 25 % des petites économies ont un marché secondaire d'effets publics assez développé pour intéresser les institutions étrangères. En outre, seules 40 % de ces économies ont des bourses de valeurs, dont le volume des transactions est si faible que leur impact économique est négligeable. Jusqu'ici, l'intégration régionale a connu un succès mitigé en matière d'approfondissement des marchés. Mais il existe des exemples positifs et certaines petites économies (Croatie et Jordanie) ont des marchés financiers assez développés offrant toute une gamme d'avantages.

Pourquoi les marchés financiers des petites économies sont-ils sous-développés? Nombre d'entre elles font face à



Un commis marque les cours à la bourse de Mbabane (Swaziland).

des obstacles intrinsèques échappant largement au contrôle des décideurs. Les banques constituent la cheville ouvrière du développement des marchés financiers, car elles en sont souvent les principaux acteurs. Mais les secteurs bancaires de la plupart des petites économies sont modestes et peu compétitifs : le nombre médian d'institutions est de six et une poignée d'entre elles tendent à dominer le secteur. En outre, une économie réelle non diversifiée limite les possibilités de transfert des risques. Enfin, une infrastructure et une réglementation de pointe risquent de ne pas être pleinement mises à profit. Le nombre réduit et la petite taille des entreprises constituent un autre obstacle intrinsèque.

Des mesures stratégiques permettent de surmonter ces obstacles. Ainsi, on peut remédier à la surliquidité du secteur bancaire, qui place tous les établissements du côté de l'offre, et à la dollarisation qui réduit le volume des transactions financières en monnaie locale, avec des mesures adaptées mises en œuvre sur le long terme. On peut aussi lever à moyen terme des contraintes institutionnelles telles que le nombre limité d'acteurs du marché financier et les mauvaises pratiques de diffusion de l'information financière. Le développement du marché peut être freiné par la rigidité des politiques dont les autorités ont le contrôle direct, l'absence de volonté politique,

Quelles sont les petites économies?

Ce sont les pays dont le PIB et le PIB par habitant est inférieur à un certain seuil qui peut être perçu comme limitant le potentiel de développement de leurs marchés financiers. L'examen des informations clés sur les marchés financiers montre que la plupart des pays qui se situent en dessous des seuils de 40 milliards de dollars pour le PIB et 10.000 dollars pour le PIB par habitant ont des marchés financiers relativement sous-développés et, dans bien des cas, ne disposent simplement pas d'un marché financier.

Les petites économies représentent 2 % du PIB mondial; elles comptent au total 960 millions d'habitants, soit 15 % de la population mondiale. Elles regroupent une vaste gamme de pays. Certaines ont des marchés financiers développés et sont devenues des économies émergentes ou ont le potentiel de le faire. À l'autre bout de l'éventail, 36 petites économies ont une population inférieure à un million d'habitants, d'où la difficulté de réaliser des économies d'échelle.

et les intérêts égoïstes des acteurs qui ne bénéficieraient pas du développement du marché.

Ce qu'il faut faire et ce qu'il faut éviter

Comment les petites économies peuvent-elles bénéficier du développement du secteur financier? L'expérience de certains pays, les comparaisons internationales, et le travail accompli au FMI et ailleurs offrent quelques enseignements.

À mesure que se développe le *marché des changes*, les acteurs du marché prennent la relève de la banque centrale et de l'État en tant que moteurs du développement. Initialement, l'État lève des obstacles tels que l'obligation de rétrocéder les devises à la banque centrale et le contrôle strict des flux de capitaux (Ouganda). Ensuite, la banque centrale cesse de limiter le marché et commence à l'appuyer, comme dans l'ancienne République yougoslave de Macédoine. Il s'agit de réduire le contrôle direct de la banque centrale sur les flux du marché, d'établir un système de transaction favorable au marché, de confier entièrement au marché la fonction d'intermédiation, et d'établir des opérations de change faisant appel au jeu de l'offre et de la demande. La dernière phase du processus consiste à promouvoir un développement axé sur le marché, le rôle des autorités se limitant surtout à la réglementation prudentielle (Serbie).

Le développement du *marché monétaire et du marché des titres publics* doit être intégré, car les banques tendent à dominer ces marchés, qui sont du reste appuyés par la même infrastructure, et qui jouent un rôle conjoint dans les politiques et les opérations monétaires et budgétaires. Les mesures d'appui initial au développement du marché, qui consistent principalement à effectuer des dépôts interbancaires, tendent à se limiter aux actions des autorités visant à lever les obstacles et à développer le système bancaire, comme au Botswana. Une fois que la négociation régulière des titres a commencé, la banque centrale, en étroite collaboration avec l'État et les acteurs du marché, peut stimuler le développement au moyen d'opérations d'appui au marché (Tunisie) telles que les accords de rachat, et d'opérations budgétaires comme la vente de bons du Trésor (Serbie). Les acteurs du marché eux-mêmes pilotent la supervision des marchés élémentaires et sophistiqués, les organismes publics collaborant pour garantir la stabilité du système.

Les marchés des actions sont assez différents des autres marchés financiers essentiels en ce que les acteurs eux-mêmes jouent un rôle plus important et les politiques publiques ratisent large. Pour les petites économies qui n'ont pas une bourse active, le grand défi est de créer d'autres sources de financement des entreprises. À mesure que se développent les opérations boursières, les politiques doivent être axées sur les institutions et la gouvernance des entreprises (Croatie, Maurice et Kenya). Enfin, les acteurs du marché eux-mêmes doivent promouvoir un marché secondaire développé et actif, les institutions publiques améliorant la diffusion de l'information et assurant la stabilité du marché (Jamaïque, Jordanie et Sri Lanka).

L'intégration régionale permet de lever certains obstacles au développement du marché en allégeant les déséconomies d'échelle, mais jusqu'ici, l'expérience a eu des résultats mitigés.

Une intégration réussie semble tenir à des liens économiques et politiques régionaux, à des secteurs bancaires développés et intégrés, à des marchés locaux préexistants, et à l'appui politique nécessaire pour éviter les intérêts égoïstes. L'intégration régionale doit renforcer les marchés locaux et non les remplacer. Souvent, l'intégration régionale est menée par le marché avec l'appui du marché des titres (pays baltes). L'intervention de l'État peut être efficace si les intérêts des participants entravent l'intégration. Il pourrait être plus logique d'adhérer à un marché régional existant qui a déjà réalisé les économies d'échelle voulues que d'essayer d'intégrer les petits marchés de plusieurs pays.

Les leçons à retenir

La première leçon est que les politiques de développement du marché doivent être réalistes et adaptées aux situations souvent singulières des petites économies. L'application de ces politiques peut se faire en trois étapes. D'abord, un marché plus actif doit être viable — il doit avoir assez d'acteurs pour assurer en permanence l'offre et la demande. Ensuite, les avantages du marché sur le long terme doivent dépasser ses coûts pour le secteur public. Pour bien des petites économies, les coûts d'opportunité de l'investissement des rares ressources de l'État dans le développement du marché peuvent être élevés. Enfin, les politiques doivent tenir compte de l'incidence d'un marché plus actif sur la stabilité systémique.

Qu'en est-il des solutions de rechange aux marchés financiers si le potentiel de développement est limité ou risqué? La réalisation du potentiel du secteur bancaire peut compenser l'absence d'un marché développé. Par exemple, les banques peuvent proposer des produits du marché monétaire et du marché des changes pour aider les entreprises à gérer les liquidités. La promotion du crédit bancaire selon les règles du marché peut compenser l'absence de financement sur fonds propres. Les politiques publiques pourraient promouvoir d'autres sources de financement des entreprises telles que les personnes nanties et les petits groupes d'investisseurs spécialisés.

Enfin, la crise financière actuelle impose-t-elle une redéfinition du rôle des marchés financiers dans les petites économies? Jusqu'ici, l'impact de la récession mondiale à travers les liens financiers semble modéré en raison du rôle mineur des flux de capitaux privés dans ces économies. De plus, les institutions financières de ces économies n'ont pas acheté les actifs toxiques qui sont à l'origine de la récession dans les pays avancés et dans de nombreux pays émergents. Ainsi, les problèmes actuels de ces derniers ne semblent rien changer à la nécessité de développer les marchés financiers des petites économies. Celles-ci ont sans doute intérêt à respecter les fondamentaux et à exploiter au maximum le potentiel de leurs propres marchés. ■

Mark Stone est Chef de division adjoint et Seiichi Shimizu économiste principal au Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI.

Cet article s'inspire de l'article intitulé «Developing Essential Financial Markets in Smaller Economies: Stylized Facts and Policy Options», IMF Occasional Paper 265 (Washington, 2009).