

Développement financier et croissance économique : le cas des principaux pays de l'ASEAN et du Cambodge

par Ban Kosal MINH

Par décision du jury, cette thèse ne peut pas être consultée
Thèse de doctorat en sciences économiques
Mention Monnaie, finance et économie internationale
sous la direction de Jean-François GOUX
présentée et soutenue publiquement le 25 mai 2007

devant un jury composé de : Bernard BILLAUDOT, université de Grenoble II Claude GNOS, université de Bourgogne, Dijon Jean-François GOUX, université Lumière Lyon 2 Claude MOUCHOT, université Lumière Lyon 2

Table des matières

Introduction générale ..	1
Chapitre 1. Les systèmes financiers des pays de l'ASEAN ..	15
Introduction ..	15
Section 1. Les systèmes financiers des principaux pays de l'ASEAN ..	16
§1. Le système financier singapourien ..	17
§2. Le système financier malaisien ..	22
§3. Le développement financier indonésien ..	28
§4. Le système financier thaïlandais ..	34
§5. Le système financier philippin ..	38
Conclusion Section 1 ..	41
Section 2. Les systèmes financiers des pays de l'ASEAN-5 ..	42
§1. Le système financier vietnamien ..	43
§2. Le système financier laotien ..	47
§3. Le système financier de la Birmanie ..	51
§4. Le système financier de Brunei ..	56
Conclusion Section 2 ..	57
Section 3. Les réformes des systèmes financiers des principaux pays de l'ASEAN et la coopération régionale ..	58
§1. La réforme du système financier thaïlandais ..	59
§2. La réforme du système financier malaisien ..	64
§3. La réforme du système financier indonésien ..	69
§4. La coopération financière régionale ..	72
Conclusion Section 3 ..	77
Section 4. Les entraves au développement financier des pays de l'ASEAN ..	78
§1. Les entraves au développement bancaire ..	78
§2. Les entraves au développement des marchés financiers ..	80

§3. La concentration insuffisante de la coopération financière régionale .	84
Conclusion Section 4 . .	87
Conclusion Chapitre 1 . .	88
Chapitre 2. Le système financier cambodgien .	91
Introduction .	91
Section 1. La réforme économique et financière du Cambodge . .	92
§1. La réforme du Cambodge vers une économie de marché .	93
§2. La réforme de la gestion économique de l'Etat .	94
§3. Les résultats après les trois élections générales . .	98
Conclusion Section 1 . .	102
Section 2. Les caractéristiques du système financier cambodgien actuel .	103
§1. L'histoire du système financier cambodgien .	103
§2. La structure actuelle du système bancaire .	106
§3. Les réformes du système bancaire et la dollarisation .	111
§4. Le système micro-financier cambodgien .	115
Conclusion Section 2 . .	121
Section 3. Le développement du secteur bancaire cambodgien .	122
§1. Le développement de la masse monétaire .	123
§2. La politique monétaire de l'économie dollarisée .	127
§3. Le développement des activités bancaires .	130
§4. La dollarisation est-elle bénéfique ? .	137
Conclusion Section 3 . .	143
Section 4. Le programme de développement financier et la création d'un marché boursier . .	144
§1. Le programme de développement du secteur financier .	144
§2. La rationalisation pour le développement un marché obligataire .	146
§3. Le projet de création d'un marché boursier .	152
Conclusion section 4 . .	158
Conclusion Chapitre 2 . .	158

Chapitre 3. Développement financier et croissance économique ..	161
Introduction ..	161
SECTION 1. La banque, le marché boursier, et la croissance économique : le cas général ..	162
§1. Les degrés du développement financier ..	163
§2. Les degrés du développement financier et la croissance ..	169
§3. Les régressions de corrélation entre la banque, le marché boursier et la croissance ..	171
Conclusion Section 1 ..	175
Section 2. L'ROI et le développement du secteur financier ..	176
§1. Les déterminants du cadre légal et réglementaire ..	177
§2. La corrélation des indicateurs des droits de créanciers ..	179
§3. Les rôles de normes comptables ..	183
Conclusion Section 2 ..	184
Section 3. Développement financier et croissance : le cas des principaux pays de l'ASEAN ..	185
§1. Le degré de monétisation et la croissance : les indicateurs traditionnels et avancés ..	186
§2. Le développement bancaire et la croissance : les indicateurs de nouvelle génération ..	191
§3. Les indicateurs de développement du marché boursier et la croissance ..	193
§4. La banque, la bourse, la loi et la croissance ..	196
Conclusion section 3 ..	197
Section 4. Développement financier et croissance : le cas du Cambodge ..	198
§1. Le degré de monétisation et la croissance économique ..	199
§2. Le développement bancaire et la croissance : les indicateurs de nouvelle génération ..	200
§3. Les obstacles et les faiblesses du système financier cambodgien ..	202
Conclusion Section 4 ..	207
Conclusion Chapitre 3 ..	208
Conclusion générale ..	211
Annexes ..	221

Abréviations .	233
Bibliographie .	241
I. Ouvrages .	241
II. Périodiques et rapport de recherches .	257

Introduction générale

La relation entre le secteur financier et la croissance économique est, depuis longtemps, l'objet d'une controverse ardente entre les économistes. L'analyse économique traditionnelle a rarement mis en relation ces deux concepts, mais de nos jours ces deux phénomènes occupent une place de plus en plus prépondérante dans le processus de croissance économique. Nous allons évoquer dans cette introduction générale la diversité et l'efficience des systèmes financiers. Ce faisant, nous montrerons le regain d'intérêt pour le rôle du système financier dans le processus de croissance économique (les modèles de croissance endogène). Enfin, nous présenterons la problématique qui est le cœur de la thèse et la manière dont nous tenterons d'y répondre.

Il existe deux types principaux de système financier, le système financier orienté vers la banque (le système allemand ou japonais) et le système financier orienté vers le marché financier (le système anglais ou américain)¹.

Dans un système orienté vers la banque, la transmission d'épargne des agents à

¹ Rybczynski (cité dans René Gönenç, 1991) considère deux principaux critères de classification : premièrement, le rapport de la valeur des titres négociés en bourse (à savoir la capitalisation boursière) au montant du produit national brut ; deuxièmement, la part des actions, des obligations et des titres assimilés dans le total du passif des entreprises non financières. Cela le conduit à considérer que les pays d'Europe continentale et le Japon appartiennent aux systèmes financiers orientés vers la banque et que les États-Unis et la Grande-Bretagne correspondent aux systèmes financiers orientés vers le marché. Voir également Jean-François GOUX (1994), « La taxinomie des systèmes financiers : le renouvellement des typologies fondées sur le mode de financement des entreprises », *Revue d'Economie Financière*, N.^o 29.

capacité de financement vers les agents à besoin de financement s'effectue par les intermédiaires financiers. Le canal de financement traditionnel se compose des prêts à courts ou moyens termes. L'autofinancement des entreprises est faible, ce qui se traduit par leur dépendance à l'égard des financements externes. Comme les marchés financiers sont eux-mêmes peu importants, les entreprises sont dépendantes des intermédiaires financiers.

Dans un système orienté vers le marché, ce sont les marchés de capitaux qui sont le canal de financement dominant. Ils offrent des actifs négociables comme supports de financement. Les intermédiaires de marché assurent l'animation de ces marchés. Ainsi, non seulement les entreprises ont la possibilité de se financer sur les marchés, mais aussi peuvent-elles se couvrir contre certains risques financiers (par exemple en dissociant risque de change et risque de taux d'intérêt sur les marchés dérivés). La concurrence entre les acteurs financiers conduit à offrir les financements intermédiaires aux conditions du marché. C'est ce que l'on appelle la marchéisation.

Ces deux types de système financier ont trois fonctions principales² : i) la fonction d'allocation du capital entre les différentes activités économiques ; ii) la surveillance (ou le contrôle) de l'utilisation des ressources et la création de ressources. La première fonction s'intéresse plus particulièrement à la capacité d'un système financier d'allouer l'épargne disponible dans les secteurs dont la rentabilité présente et/ou future est la plus élevée. La sélection des activités est donc une dimension essentielle de ce que l'on appelle l'efficience allocative. La dernière fonction met quant à elle l'accent sur le rôle de producteur de l'information d'un système financier dans un univers où l'économie de la connaissance devient la clef de voûte du dynamisme économique.

En outre, un système financier a quatre propriétés importantes qui lui permettent de fonctionner efficacement : i) la flexibilité, ii) l'adaptabilité, iii) la fonctionnalité spécifique et enfin, iv) la résilience du système financier. La flexibilité renvoie à la capacité intrinsèque (c'est-à-dire sans mutation structurelle) d'un système financier à prendre en charge une large gamme de portefeuilles de risques industriels. Il s'agit ici de la capacité d'un système financier à ne pas spécialiser les activités de production, mais au contraire à permettre l'adaptation de l'économie au changement technologique. La flexibilité est ainsi un thème récurrent de l'efficacité des systèmes financiers.

L'adaptabilité est sa capacité à se transformer structurellement lorsque sa flexibilité n'est plus en mesure de répondre aux besoins de la restructuration de l'industrie. Il convient de noter que la causalité implicite est celle qui va du constat d'une nécessaire mutation de l'industrie vers une transformation du système financier pour répondre aux nouveaux besoins d'ingénierie financière.

La fonctionnalité spécifique est la propension d'un système financier à favoriser certaines spécialisations industrielles et trajectoires d'adaptation plus que d'autres. On fait référence ici à la capacité du système financier à permettre à des activités émergentes ou aux grands projets technologiques de trouver les moyens de leur développement. C'est à ce niveau que l'on parle de points forts ou de points faibles d'un système financier. Cette

² OCDE (1994) intitulée « Les systèmes nationaux de financement de l'innovation », pp. 36-39.

propriété peut entrer en conflit avec celle de flexibilité et sa fonctionnalité spécifique ; ce qui peut rendre difficile l'obtention d'un équilibre. D'un côté, une trop grande flexibilité peut s'apparenter à une versatilité qui empêche le développement de points industriels forts. D'un autre côté, une fonctionnalité spécifique trop développée peut conduire à une spécialisation technologique nuisible à la capacité d'adaptation du système industriel.

Enfin, la résilience du système financier, c'est-à-dire sa capacité à s'adapter structurellement en conservant ses fondements est particulièrement concernée par le processus de globalisation financière dans la mesure où on peut se demander si on n'assiste pas aujourd'hui à une convergence des systèmes financiers qui gommerait les spécificités de chacun, c'est-à-dire leur fonctionnalité spécifique.

Mais l'efficience des systèmes financiers reste un problème majeur. Un système financier « orienté vers la banque », est caractérisé par la domination d'un petit nombre de grandes banques (c'est le cas de l'Allemagne³ ou du Japon). Malgré la forte concentration du marché bancaire, il est souvent défendu que ces systèmes sont efficaces et bénéfiques à l'activité économique. Un système bancaire efficient est caractérisé aussi par la limitation des effets des chocs réels sur l'activité économique.

Selon une étude de Nicolas Eber (2000, p. 5)⁴ sur la relation entre la production et la concentration du marché du crédit, il apparaît qu'« *une réduction de paramètre de coût de contrôle* \square ⁵ *implique simultanément une plus forte concentration du marché du crédit et une plus forte production agrégée* ».

La réduction du coût de contrôle (coût d'information) sur le marché du crédit conduit à avoir simultanément une forte concentration du marché bancaire et une forte activité. Autrement dit, l'étude de Nicolas Eber (2000)⁶ montre qu'un système financier efficient devrait être caractérisé par une forte concentration du marché bancaire. La raison est simple⁷ : « *deux effets sont liés à la réduction du paramètre* \square : *le premier est un effet direct sur l'investissement, c'est un effet positif parce que la réduction des coûts de contrôle implique une réduction du coût de crédit (dans le cadre de concurrence bancaire en taux), et par la suite, une augmentation de l'investissement et de l'activité. Le second est l'effet indirect sur la structure du marché de crédit* ». Grâce à leur avantage comparatif dans le domaine du contrôle, les banques peuvent extraire des rentes de monopole. Une

³ Le système financier allemand est caractérisé par un petit nombre de très grandes banques (Deutsche Bank, Dresdner Bank et Commerzbank) mais avec multitude de petites banques commerciales privées.

⁴ Nicolas Eber (déc. 2000), « Efficience du système bancaire, structure du marché de crédit et activité économique », *Revue économique*, Vol. 51, N.° 6, p. 5.

⁵ \square est appelé *paramètre technologique du contrôle*. Il mesure en effet l'efficacité de l'ensemble du système bancaire en matière de contrôle puisqu'il est commun à toutes les banques. Une baisse de \square caractérise donc une amélioration de la technologie de contrôle, i.e., plus généralement, une augmentation de l'efficience du système bancaire.

⁶ op. cit..

⁷ op. cit.. p. 7.

diminution de \square tend par contre à réduire l'intensité du pouvoir de marché des banques.

Si la concentration bancaire est donc plus forte, cela renforce le pouvoir du marché des banques et a un effet (secondaire) positif sur le coût du crédit aux entreprises. Conformément à ce que nous pouvons observer en Allemagne⁸ ou au Japon⁹, on observe que des systèmes bancaires efficients sont caractérisés par la coexistence d'une forte concentration du marché bancaire et d'un niveau élevé d'activité économique. Ainsi, « *la concentration du marché bancaire apparaît donc ici comme une conséquence de l'efficience du système, plutôt que comme une cause d'inefficience de ce système* »¹⁰ (Nicolas Eber, 2000).

Pour la finance de marché, l'efficience réside dans la négociabilité des actifs financiers. Celle-ci a pour avantage de transformer les opérations de financement en opérations à risques limités puisque non seulement il y a une multiplicité d'agents qui supportent une fraction du risque total, mais encore chaque prêteur peut diversifier son portefeuille de placements. Cependant, il faut aussi considérer deux autres avantages issus de la finance de marché qui doivent en principe limiter les risques : i) les émissions de titres négociables font l'objet d'une obligation de publicité de la part de leur émetteur. Cette obligation a pour objet de permettre aux prêteurs d'estimer la probabilité de défaillance de l'entreprise concernée. Ce dispositif est parfois complété par la présence sur le marché d'institutions spécialisées dans la notation des firmes (les agences de *rating*). ii) les acquéreurs des titres ont en permanence la possibilité de vendre la créance acquise. Il s'agit d'un élément décisif de la liquidité de la finance de marché. Le système économique peut bénéficier de ces prédispositions de la finance de marché dans toute la mesure où les marchés financiers sont efficients au sens de James Tobin (1984)¹¹.

L'objectif principal d'un système financier, et aussi de cette thèse, est de montrer que le développement du secteur financier peut contribuer au processus de croissance économique. Or, la croissance économique consiste en effet, à améliorer de façon continue et durable la productivité des facteurs de production et la production des agents économiques, en vue d'accroître le PIB par habitant et d'améliorer le bien-être de chaque agent. L'importance de ce phénomène de croissance au niveau macroéconomique détermine le niveau de vie dans chaque pays et la différence de développement entre les pays.

De nombreuses recherches tentent de déterminer le degré d'importance du système

⁸ Edwards et Fischer (1994) cité dans Nicolas Eber (2000), op. cit..

⁹ Sheard (1989), Aoki et Patrick (1994) cité dans Nicolas Eber (2000), op. cit..

¹⁰ op. cit.. p. 13

¹¹ James Tobin considère que l'efficience d'un marché financier est une notion plurielle. Plus précisément, l'efficience possède quatre significations (l'efficience en matière d'arbitrage informationnel, l'efficience dans l'évaluation de la valeur foncière des actifs, l'efficience en matière d'assurance, l'efficience fonctionnelle) qui représentent chacune une dimension non séparable des autres pour évaluer le fonctionnement des systèmes financiers ; cité dans François Leroux (2001), « Banques commerciales et développement des marchés financiers », *Institut du Fond Monétaire International*, p. 15.

financier dans la croissance économique. Par exemple, selon Walter Bagelot (1873)¹² et John Hicks (1969)¹³, le système financier joua un rôle crucial dans le démarrage de l'industrialisation en Angleterre, en facilitant la mobilisation du capital en faveur « de grands travaux ». Joseph Schumpeter (1912)¹⁴ prétend également qu'une banque qui fonctionne bien stimule l'innovation technologique en identifiant, puis A finançant les entrepreneurs présentant le plus de chances de réussir à élaborer des produits innovants et à mettre en place les processus de production.

Mais au contraire, Joan Robinson (1952)¹⁵ indique que le financement se trouve là où domine l'esprit d'entreprise. Dans cette optique, le développement économique crée une demande pour des types particuliers de mécanismes financiers, et le système financier y réagit automatiquement. Compte tenu de ces opinions divergentes, nous étudions dans cette thèse les nouvelles recherches empiriques sur le lien entre finance et croissance, puis les estimations de l'importance quantitative du système financier dans la croissance économique.

Les travaux de Schumpeter constituent une source importante de réflexions sur la nature du lien entre finance et croissance. Plus récemment encore, vers la fin des années 70, les développements de la théorie de l'information et des coûts de transaction ont considérablement enrichi l'analyse financière et permis un renouveau des anciens débats sur l'interaction entre la sphère financière et la sphère réelle, en particulier les travaux de Diamond (1984). Encore plus récents et particulièrement importants sont les modèles de croissance endogène sur la relation entre le développement financier et la croissance.

Les modèles de croissance endogène ont donné une nouvelle orientation aux modèles de croissance dont ils s'inspirent et les intègrent dans un cadre propice à rendre compte des externalités résultant de l'activité financière. La principale idée qui ressort de ces modèles consiste à un double renversement de perspective par rapport au modèle de croissance néo-classique. D'une part, ils font du progrès technique une composante endogène à la croissance et non plus un phénomène exogène comme dans le modèle de Solow¹⁶. D'autre part, ils montrent dans un cadre cohérent que les systèmes financiers peuvent jouer un rôle important dans le processus de croissance économique alors que le modèle néo-classique partait du postulat que tout ce qui est épargné est investi. Le système financier n'avait alors aucun rôle spécifique à jouer. Ce double renversement de perspective est opéré à l'aide du concept d'*externalité*.

¹² Cité dans Ross Levine (1997), p. 4

¹³ Cité dans Ross Levine (1997), p. 5.

¹⁴ Cité dans Ross Levine (1997), p. 7.

¹⁵ Cité dans Ross Levine (1997), p. 10.

¹⁶ Pour Solow, et pour l'ensemble de l'analyse néo-classique standard, le progrès technique se situe en dehors du champ de la théorie économique. Il s'agit donc d'une donnée pour l'économiste. Dès lors, la forme choisie pour le progrès technique dans le modèle de croissance est une tendance temporelle, c'est-à-dire un taux de croissance exogène fixe, indépendant des variables du modèle.

Les modèles de croissance endogène opèrent une rupture avec l'approche de Solow en considérant qu'il faut expliquer le progrès technique par des variables et des comportements économiques, *i.e.* l'*endogénéiser*. Ces modèles incorporent à la théorie de la croissance les développements récents de l'économie industrielle concernant le progrès technique.

Le progrès technique résulte d'activités économiques, d'investissements spécifiques (en Recherche et Développement - R&D) ; d'apprentissages non-intentionnels ou encore de compétences pratiques. Comme le souligne D. Guellac (1993)¹⁷, « *dans tous les cas, ce sont les caractéristiques du savoir, comme bien économique, qui permettent d'échapper à la décroissance des rendements marginaux* ».

La connaissance est un bien partageable dans la mesure où l'usage d'une connaissance par un agent n'en interdit pas l'usage simultané ou ultérieur sans altération par un nombre quelconque d'agents. En conséquence, chaque entreprise, chaque chercheur, va bénéficier intégralement du savoir produit par tous les autres. La productivité de l'activité d'innovation sera alors d'autant plus élevée que le niveau de connaissances en stock est lui-même élevé.

L'*endogénéité du progrès technique* résulte de celle des ressources qui lui sont consacrées. Ainsi, le niveau de l'investissement, matériel ou immatériel, est fixé par les choix des agents à l'équilibre économique. Le rythme du progrès technique est donc déterminé par le rendement économique qu'il offre aux agents, d'où l'importance du taux d'intérêt (variable de financement).

Le raisonnement repose sur l'apprentissage qui est le mécanisme de la productivité. Cela signifie que l'augmentation du savoir dépend de l'investissement cumulé et éventuellement de la croissance de la population qui influe sur l'échelle d'une économie. Une partie des connaissances acquises par chaque firme se diffuse gratuitement à d'autres entreprises, le savoir étant partiellement un bien public. Chaque firme bénéficie des avancées technologiques de ses voisines, et l'augmentation de la productivité de chacune dépend alors de l'investissement des autres. Cette diffusion gratuite de connaissances acquises sans coût spécifique constitue une externalité, c'est-à-dire une interaction entre agents économiques à laquelle n'est associé aucun prix.

Romer (1990)¹⁸ propose dans un article une formalisation précise du progrès technique. Il met en avant ici le rôle de la recherche et développement (R&D). L'accumulation de savoir consiste en l'invention de machines ou de biens intermédiaires nouveaux qui s'ajoutent aux anciens. L'invention de chaque nouveau bien résulte d'un effort de recherche représenté de la manière suivante : la productivité des chercheurs croît avec le stock des connaissances accumulées, de telle sorte que le stock peut augmenter à un taux non décroissant. L'usage gratuit de l'ensemble des connaissances existantes par chaque chercheur constitue une première externalité dans son modèle. Le

¹⁷ Cité dans Hilbers Paul, Krueger Russell et Moretti Marina (sept. 2000), « De nouveaux outils pour évaluer la santé du système financier », *Finance et Développement*, N.° 3, Vol. 37, FMI.

¹⁸ Cité dans Saint-Paul Gilles (1997), « Nouvelles théories de la croissance et politique économique », *Problématiques économiques*, N.° 2.510-2.511, 5-12mars.

stock de capital est composite : il se caractérise non plus seulement par sa taille globale, mais aussi par le nombre de biens différents qui le composent. S'il y a décroissance de la productivité marginale de chaque composante, cela est compensé au niveau agrégé par le nombre de ces composantes.

Une augmentation du stock de capital physique aura un effet différent selon qu'elle consiste en un accroissement de la quantité de chaque machine existante, ou qu'elle consiste en l'achat de machines d'un type nouveau. Dans ce dernier cas, l'effet sur la production sera plus grand puisque l'investissement intègre du progrès technique. Donc, l'innovation résulte d'un coût fixe, chaque acheteur d'une nouvelle machine bénéficie de l'intégralité de la technologie qu'elle contient, alors même qu'il n'en paie qu'une fraction du coût (le reste étant payé par les autres acquéreurs).

Le modèle de croissance endogène résulte donc du postulat suivant : le progrès technique a non seulement un caractère endogène, mais encore produit-il un effet cumulatif sur la croissance économique. De ce point de vue, l'innovation technologique devient un enjeu essentiel pour la pérennité de la croissance. Compte tenu de cette conclusion, il était assez logique que les théoriciens de la croissance endogène essaient d'intégrer des considérations liées au financement du progrès technique au sein de leurs modèles.

Les modèles de croissance endogène ont essayé d'intégrer l'intermédiation financière au début des années 1990. Comme pour le progrès technique, l'objectif est de montrer que l'intermédiation financière engendre des externalités positives pour la croissance. Un aspect important de ces modèles est qu'ils intègrent dans un cadre macro-économique les fondements micro-économiques de l'intermédiation.

En règle générale, les modèles de croissance endogène montrent que le taux de croissance d'une économie est plus élevé lorsque le système financier intervient dans la configuration épargne-investissement.

Ce sont des externalités engendrées par les fonctions du système financier qui expliquent ce résultat. Plus précisément, il apparaît des externalités : d'une part, lorsqu'en mobilisant l'épargne, le système financier fournit aux épargnants une assurance de liquidité de leurs placements par dissociation des actifs et des passifs des intermédiaires. D'autre part, lorsque la centralisation de l'information sur les opportunités d'investissement réalisée par le système financier conduit à une meilleure sélection des investissements et à une diversification des risques.

L'intégration de l'intermédiation financière (Bencivenga et Smith, 1991)¹⁹ dans un modèle de croissance endogène souligne l'idée selon laquelle les investissements réalisés atteignent leur rendement maximum s'ils sont conduits tout au long de leur durée de vie. Or, les épargnants peuvent être contraints de liquider leurs placements avant ce terme. Il y a donc une contradiction entre l'illiquidité des investissements réels et le besoin (ou le désir) de liquidité des épargnants. Les intermédiaires financiers répondent à ces exigences contradictoires. Intégré dans un modèle de croissance endogène signifie la présence d'une externalité : la minimisation du risque de liquidité par l'intervention des

¹⁹ Cité dans Saint-Paul Gilles (2000), op. cit. p. 8.

intermédiaires financiers permet de maximiser le volume d'épargne disponible pour l'investissement. On évite la liquidation prématuée des fonds, ce qui, compte tenu du caractère cumulatif de l'investissement, augmente le rythme de croissance de l'économie.

La principale idée qui ressort de ces modèles est que la capacité d'une économie à soutenir sa croissance provient tout d'abord de l'épargne qu'elle est susceptible de dégager pour financer l'investissement, mais également de l'aptitude du système financier à allouer ces ressources efficacement. La croissance dépend ainsi des conditions de formation de l'équilibre épargne-investissement, dans la mesure où celles-ci influencent l'accumulation des facteurs qui déterminent la trajectoire du progrès technique²⁰.

Dans ce cadre, le système financier joue un rôle essentiel et a une influence positive sur la croissance. En effet, le rôle du système financier est de collecter une épargne conséquente auprès du public tant domestique qu'international et de l'allouer à des investissements productifs, en garantissant la liquidité et un moindre coût de transactions. Cet acheminement de l'épargne vers les investissements peut se faire soit de façon indirecte en passant par les intermédiaires financiers (les crédits bancaires), soit de façon directe en passant via les marchés financiers.

Les systèmes financiers peuvent avoir un rôle important et une forte influence sur la croissance économique si ces systèmes sont efficents en matière d'allocation des ressources. Mais cette efficience n'est pas toujours réelle pour les pays en développement où les systèmes financiers sont moins développés voire sous-développés.

Dans la plupart des pays en développement, à faible revenu ou encore à revenu intermédiaire, les systèmes financiers sont dominés par les banques. Dans de nombreux cas, d'autres institutions spécialisées existent, mais elles ne représentent qu'une très petite portion du total de l'intermédiation financière dans l'économie. Les dépôts bancaires demeurent la forme la plus importante de l'épargne des ménages et les prêts bancaires avec les bénéfices non-distribués sont la source la plus importante de financement des firmes, pour des besoins de capital circulant et d'investissement en capital fixe. Dans de nombreux pays en développement, la plus grande proportion des prêts bancaires est en fait allouée aux firmes à court terme.

Dans plusieurs pays en développement, les marchés de titres se sont développés au cours des années 1970-1980. Aujourd'hui, l'augmentation de la part du financement des marchés de titres est elle que ceux-ci se substituent aux prêts bancaires. Les marchés de titres permettent une plus grande dispersion du risque et une allocation des ressources plus efficace (réduisant par-là même le coût du capital), ainsi qu'une plus grande mobilisation de l'épargne, en particulier les ressources à long terme désirées pour financer les investissements sur longue période.

Néanmoins, le rôle des marchés de titres et d'autres sources de financement dans le processus d'intermédiation financière entre les ménages et les firmes demeure limité dans le monde en développement. Dans de nombreux pays, le financement par titres reste encore limité aux plus grandes entreprises et n'est pas encore devenu un concurrent significatif ou une alternative aux prêts bancaires et aux bénéfices non-distribués.

²⁰ Aglietta Michel (1995), *Macroéconomie Financière*, Ed. : La Découverte, Collection : Repères.

Il est donc essentiel de comprendre le rôle central que les banques jouent dans l'économie des pays en développement : i) elles transforment les dépôts à court terme liquides détenus par les ménages (ou par les détenteurs d'actifs) en obligations non liquides souscrites par les firmes ; ii) elles sélectionnent les emprunteurs potentiels et font le suivi des emprunteurs effectifs pour le compte des déposants ; iii) elles facilitent les transactions entre les agents (entreprises et travailleurs, vendeurs et acheteurs) en fournissant les services de paiement.

Dans beaucoup de pays en développement, les structures légales, régulatrices et comptables dans lesquelles les banques opèrent demeurent faibles et manquent de transparence, et la supervision y est inadéquate, ce qui peut entraîner une fragilité systémique et aggraver les faillites bancaires et les crises monétaires.

Que ce soit dans les médias ou dans les discours politiques, le niveau du taux de croissance est très souvent évoqué comme étant déterminant pour l'avenir économique et social d'un pays. Avec le choc pétrolier des années soixante-dix et la récession qui en résulta, la croissance est redevenue un phénomène d'actualité alors que le volume des recherches économiques dévolues à ce sujet avaient fortement diminué vers la fin des années soixante. Donc, cette thèse cherche également à éclaircir les relations empiriques entre le développement financier et la croissance économique.

Le développement financier est traditionnellement assimilé à l'augmentation du stock d'actifs financiers. Un système financier se développe lorsqu'il accroît la qualité des ressources disponibles afin de répondre aux besoins d'investissements et lorsqu'il permet une répartition et une allocation de ces ressources, au moindre coût possible, tout en limitant la fragilité financière²¹.

Le développement d'un système financier se caractérise tout d'abord par la taille relative de la quantité de ressources qui transite par le système financier ; ensuite l'efficacité, qu'elle soit allocative (cela consiste à diriger les ressources vers les emplois les plus utiles et les plus rentables) ou productive (ce qui est relatif à la réduction des coûts de transactions), et enfin la stabilité qui consiste à éviter les crises de crédit et les fortes fluctuations.

En effet, dans un système financier fondé sur les banques, celui-ci consiste à accroître la quantité d'épargne récoltée par les intermédiaires financiers mais aussi à combler le manque d'épargne par la création monétaire nécessaire afin de répondre aux besoins d'investissements en réduisant le coût de l'intermédiation et le risque de crédit. Dans le système fondé sur les marchés financiers, il s'agit d'attirer le plus grand nombre possible d'intervenants sur les marchés financiers afin d'augmenter la largeur et la profondeur de ces marchés, tout en limitant la spéculation nocive et les bulles financières.

Du fait de forts taux de croissance, les pays en développement d'Asie de l'Est²² (y compris les principaux pays de l'ASEAN) ont enregistré les plus belles performances économiques mondiales depuis le début des années soixante-dix. L'idée est donc de

²¹ Le rapport annuel de la Banque Mondiale (1989), p. 29.

²² Les pays d'Asie de l'Est comprennent les 10 pays de l'ASEAN, le Japon, la Corée, et la Chine.

montrer que, le développement du secteur financier peut contribuer à la croissance économique, en offrant des services financiers diversifiés et de qualité à l'économie, et spécialement aux entreprises, et aux investisseurs.

À la lumière d'études empiriques de modèles de croissance endogène, on observe qu'il existe une forte corrélation entre le développement financier et la croissance économique (Ross Levine, 1993, 1997, 1999). Ce que les récentes études sur la corrélation entre la banque et le marché boursier sur la croissance économique²³ confirment.

La problématique de la thèse s'attache ainsi à l'analyse empirique du rôle influent du développement financier sur le processus de croissance économique. Nous cherchons à identifier les relations de corrélation entre le développement financier (les indicateurs de développement financier) et la croissance économique (les indicateurs de croissance) en utilisant les études empiriques menées sur les principaux pays de l'ASEAN, et en particulier le Cambodge. Nous étudions aussi le rôle influent du cadre légal et régulateur sur le développement financier.

Pour étudier les relations complexes entre le développement financier et la croissance économique, nous divisons cette thèse en trois chapitres. Le chapitre 1 porte sur les systèmes financiers des pays de l'ASEAN²⁴ (Nous divisons ces pays en deux groupes : les principaux pays de l'ASEAN²⁵ et les pays moins avancés de l'ASEAN²⁶ ou ASEAN-5). Dans le chapitre 2, nous nous intéressons au système financier cambodgien. Dans ce chapitre, nous étudions en détail l'évolution et le développement du système financier. Le chapitre 3, qui est le plus important et le cœur de la thèse, porte sur les relations empiriques entre le développement financier et la croissance économique pour trois pays majeurs de l'ASEAN (la Thaïlande, l'Indonésie et la Malaisie) puis pour le Cambodge.

Le chapitre 1 se divise en quatre sections. Dans la section 1 nous verrons les systèmes financiers des principaux pays de l'ASEAN. Dans ces pays, en particulier pour Singapour et la Malaisie, les systèmes financiers sont développés au plus haut niveau. Le système financier singapourien est très ouvert et dominé par les banques étrangères. Au contraire, le système financier malaisien est plus fermé et plus concentré sur les banques locales. Dans la section 2, nous abordons les systèmes financiers des pays les moins avancés de l'ASEAN ou ASEAN-5. Dans ces pays, les systèmes financiers sont moins développés voire sous-développés et les marchés de capitaux n'existent pas ou sont très inactifs (c'est le cas, par exemple, du système financier cambodgien que nous présentons dans le chapitre 2). Dans la section 3, nous citons les réformes des systèmes financiers

²³ Thorsten Beck et Ross Levine (2003), *Journal of Banking & Finance*.

²⁴ Dans l'ASEAN il y a dix pays membres: Singapour, la Malaisie, l'Indonésie, la Thaïlande, les Philippines, le Vietnam, le Cambodge, le Laos, la Birmanie et le Brunéi.

²⁵ Les principaux pays de l'ASEAN sont Singapour, la Malaisie, l'Indonésie, la Thaïlande, les Philippines.

²⁶ Les pays moins avancés de l'ASEAN ou ASEAN-5 sont le Vietnam, le Cambodge, le Laos, la Birmanie et Brunéi.

des pays de l'ASEAN, en particulier les pays les plus touchés par la crise financière asiatique de 1997, soit la Thaïlande, l'Indonésie et la Malaisie. Dans la section 3, nous étudierons aussi les coopérations financières régionales et les initiatives créées après la crise. Enfin, la section 4 portera sur les entraves au développement des systèmes financiers au sein des pays de l'ASEAN, en particulier les pays en développement de l'ASEAN.

Dans le chapitre 2 consacré au système financier cambodgien, nous présentons en section 1 les réformes économiques et financières du Cambodge vers une économie de marché après une longue période de guerre civile et un système économique centralisé. Dans la section 2, nous abordons le système financier cambodgien actuel, lequel vient de passer d'un système mono-bancaire à un système bancaire de deux rangs marqué par une dollarisation très élevée. Dans la section 3, nous présentons le développement bancaire caractérisé par le développement des activités des banques, les allocations de crédit et la politique monétaire au sein d'économies dollarisées. Enfin, nous terminons avec la section 4, portant sur le programme de développement du secteur financier du gouvernement royal du Cambodge, et le projet de création d'un marché boursier ainsi que le développement d'un marché obligataire dans le cadre de la coopération régionale.

Le chapitre 3 est une analyse des relations de corrélation entre le développement financier et la croissance économique. L'étude empirique menée sur la corrélation entre le développement financier et la croissance est l'objectif principal de la thèse, notamment de rechercher si le développement financier peut annoncer un taux de croissance élevé. Notre réponse se présentera en 4 sections. Dans une première section, nous étudions les relations existantes entre le développement financier et la croissance économique dans le cas général. Nous abordons le thème des indicateurs de développement financier simple ou traditionnel, comme le degré de monétisation $M2/PIB$, et les indicateurs de développement financier de nouvelle génération introduit par Ross Levine (1997)²⁷. On trouve, d'une part, les indicateurs de développement bancaire : l'indicateur DEPTH (la taille des intermédiaires financiers), le BANK (le degré auquel la banque centrale accorde du crédit par rapport aux banques commerciales), le PRIVATE (le ratio de crédit consenti aux entreprises privées non financières) et le PRIVY (le crédit consenti aux entreprises privées). Tous répondent aux questions sur l'affectation de crédit. D'autre part, les indicateurs de développement du marché boursier : le ratio du volume d'échanges (mesure le niveau de liquidité d'un marché boursier), et le ratio de la valeur échangée (mesure la taille du marché boursier). Dans l'étude du cas général, nous verrons donc les niveaux de corrélation entre ces indicateurs de développement financiers et les indicateurs de croissance économique (principalement le taux de croissance du PIB par habitant). Et ensuite, nous aborderons les résultats de différents modèles de régressions sur la corrélation entre les indicateurs financiers et la croissance.

En section 2, nous étudions les impacts du cadre légal et régulateur ou réglementaire sur le développement financier. Nous cherchons à déterminer si ce dernier a des influences positives sur la croissance économique. Presque tous les pays en développement possèdent des faiblesses au niveau du cadre légal et régulateur ainsi que

²⁷ op. cit..

dans l'application des lois. Mais ici nous étudions en particulier les droits des créanciers (*rights of creditors*). Il existe une étude approfondie de Ross Levine (1999)²⁸ sur ce problème de développement du cadre légal (les droits des créanciers) et le développement financier. Il étudie les 5 indicateurs de développement du cadre légal, le AUTOSTAY (droit des intermédiaires financiers sur la reprise des collatéraux des entreprises endettées), le MANAGES (droit des intermédiaires financiers sur le changement des directeurs des entreprises endettées en difficulté), le SECURED (droit situant en premier sur la liste de remboursement des entreprises endettées liquidées), le CONRISK (le risque d'un pays sur le changement et l'application des contrats entre privés et aussi avec le gouvernement, et aussi le degré de changement de loi), et enfin, le ACCOUNT (mesure le niveau de compréhension des rapports financiers des entreprises privées). En se basant sur ces 5 indicateurs de développement du cadre légal et réglementaire et sur 4 indicateurs de développement bancaire, Ross Levine (1999) a fait une analyse empirique des relations existantes. Il intègre également les traditions de différents systèmes légaux (*legal system traditions*), le système français, le système anglo-saxon, le système allemand, et le système scandinave.

Dans la section 3, nous abordons le cas des principaux pays de l'ASEAN²⁹. En se basant sur l'étude empirique du cas général, nous traitons de la question du développement financier des principaux pays en développement de l'ASEAN et de la croissance économique. La question de développement financier est importante pour les institutions financières régionales et internationales (en particulier, la banque asiatique de développement, le fond monétaire international-FMI et la banque mondiale) ; Ceci notamment dans le cadre du conditionnement des pays en développement, mais aussi des pays moins développés, à construire ou renforcer leurs systèmes financiers dans le but de stimuler des taux de croissance économique plus élevés. Dans cette section, nous analysons le cas de trois pays de l'ASEAN à travers des calculs empiriques sur les relations entre les indicateurs de développement financier et la croissance. Si certains analystes considèrent les marchés de capitaux (en particulier les marchés boursiers) des pays en développement comme de simple « CASINO » n'ayant guère d'effet sur la croissance, des données récentes indiquent au contraire qu'ils peuvent apporter un réel élan au développement économique. Les marchés boursiers influent sur l'activité économique en créant des liquidités sur les marchés. Nous analysons aussi la relation entre le développement légal et réglementaire et le développement financier des principaux pays de l'ASEAN.

Pour conclure, le gouvernement cambodgien est encouragé par le FMI et la banque mondiale, ainsi que par la banque asiatique de développement, à développer son système financier afin d'accroître sa capacité de financement des investissements, et donc par la suite mener à une croissance rapide. Si diverses politiques et recommandations de ces institutions financières internationales ont été mises en place par le gouvernement cambodgien en l'espace de 10 ans, le secteur financier cambodgien

²⁸ Ross Levine (1999), "Law, Finance, and Economic Growth", *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 8, pp. 8-35.

²⁹ Cette étude empirique ne porte que sur trois principaux pays de l'ASEAN et les plus touchés par la crise, c'est la Malaisie, l'Indonésie, et la Thaïlande.

reste encore sous-développé. Malgré le faible développement du secteur financier cambodgien, nous essayons dans la section 4 de ce dernier chapitre de mener une étude empirique sur la contribution du système financier à la croissance économique du Cambodge. Pour éclairer ces relations nous commençons par une étude des relations entre le degré de monétisation (l'indicateur traditionnel) et la croissance économique. Ensuite, nous observons la relation entre les indicateurs de développement financier de nouvelle génération et la croissance. Au Cambodge, puisque le système de micro-finance joue aussi un rôle important pour le financement des petites et micro entreprises dans les zones rurales (85% de la population vit dans la zone rurale), nous essayons en dernier lieu d'introduire le cas du secteur de la micro-finance dans l'étude empirique pour conclure sur la question de l'influence du développement financier sur le taux de croissance économique.

Chapitre 1. Les systèmes financiers des pays de l'ASEAN

Introduction

Les systèmes financiers des pays de l'ASEAN peuvent se classer en deux groupes : un premier groupe se compose des plus avancés (Singapour, la Malaisie, la Thaïlande, l'Indonésie et les Philippines) et le deuxième groupe regroupe les pays très peu développés que nous qualifions d'ASEAN-5 (Brunei, la Birmanie, le Cambodge, le Laos, et le Vietnam).

Les cinq principaux pays de l'ASEAN ont des systèmes financiers plutôt semblables. Ils ressemblent aussi à certains pays en développement, qui sont en général caractérisés par la domination du secteur bancaire pour le financement de l'économie. Si les systèmes bancaires des principaux pays de l'ASEAN sont généralement dominés par les banques commerciales locales privées, dans le cas de l'Indonésie, ce sont les banques commerciales étatiques qui dominent le secteur bancaire. Nous noterons une exception avec Singapour où les banques étrangères sont plus présentes dans le système bancaire.

Les systèmes bancaire et financier des principaux pays de l'ASEAN ont émergé rapidement durant les années 1980 avec le succès de la politique de libéralisation

financière. Cette politique permet l'entrée de capitaux venant de l'étranger, ce qui accélère le processus de modernisation du système financier.

En 1997, la crise financière qui a touché gravement les trois pays intermédiaires de l'ASEAN (la Malaisie, la Thaïlande et l'Indonésie) montre que les systèmes financiers des trois pays sont fragiles et dépendent énormément de l'investissement des capitaux étrangers qui influent sur la sensibilité du marché. Avant la crise, les marchés obligataires et les marchés des produits dérivés de ces trois pays de l'ASEAN étaient peu développés par rapport à des marchés boursiers volatiles.

Pour éclairer le lecteur quant aux particularités des systèmes financiers des pays de l'ASEAN, nous nous intéressons dans la première section aux structures des systèmes financiers de ces pays, et dans une deuxième section nous verrons les systèmes financiers des quatre autres membres appartenant aux pays moins développés (nous revenons plus en détail sur le Cambodge dans le chapitre 2). Puisque les trois pays intermédiaires de l'ASEAN (la Malaisie, la Thaïlande et l'Indonésie) ont été touchés fortement par la crise financière en 1997 et soutenus techniquement et financièrement par les institutions financières internationales, nous abordons dans la Section 3 les réformes de leur système financier. Et nous terminons avec la Section 4 sur les entraves au développement des systèmes financiers (structure bancaire et marché financier).

Section 1. Les systèmes financiers des principaux pays de l'ASEAN

Les systèmes financiers des principaux pays de l'ASEAN se sont beaucoup développés durant les années 1980 et 1990 (avant la crise asiatique). Ces principaux pays possède un niveau de développement identique de leur système financier, à l'exception de Singapour, dont le système financier est beaucoup plus évolué que les autres. De plus, le système financier singapourien comprend davantage de banques étrangères. Cela signifie que le secteur financier singapourien est très ouvert (libéralisé).

Après Singapour c'est la Malaisie qui se positionne au deuxième rang. Le système bancaire malaisien est fortement développé, avec des mesures plus strictes, et il est plus concentré autour des banques commerciales privées. La présence des banques étrangères est limitée par le gouvernement malaisien, ainsi que l'ouverture de succursales dans le pays. Pour l'Indonésie, le système bancaire est dominé par les banques commerciales étatiques. Les banques étrangères sont présentes, mais jouent un rôle marginal par rapport aux banques étatiques.

Nous verrons dans cette section les systèmes financiers des 5 principaux pays de l'ASEAN, c'est-à-dire le secteur bancaire, les institutions non-bancaires, et les marchés de capitaux. Et nous abordons également le système de contrôle et de régulation de chaque pays ; nous verrons qu'il existe peu de différence d'un pays à l'autre concernant le système de régulation, ainsi que les pouvoirs des autorités monétaires.

§1. Le système financier singapourien

Singapour est un petit pays avec une économie très ouverte. Peut-être à cause d'un manque de ressources naturelles, Singapour a vécu une réussite spectaculaire en développant le secteur manufacturier et les services. Il est un centre essentiel pour les transactions internationales et de plus en plus important pour les services financiers dans la région. Le Tableau 1 présente les principaux indicateurs économiques.

Indicateur	Unité	Singapour	Malaisie	Thaïlande	Indonésie	Philippines	Moyenne de l'ASIAN
Population	Milliens	4,15	24	61,2	213,5	82,1	13
PIB	Millions \$	86903	107143	140771	187518	151193	40851
PIB par habitant	en \$	20890	4164	2360	877,8	1857,6	1046
Part du manufacturier dans le PIB	% PIB	28	31	8,6	15,5	15	71
Part du travail dans la manufacture	%	27,4	22	41,8	40	34	54
Part de l'exportation dans le PIB	% PIB	171	116	56,7	41	49	51
Commerce extérieur (exp. + imp.)	% PIB	22	15	8,1	3,8	1	11
Investissement direct étranger	Millions \$	5607	554	1511	4550	1792	2186
Part des IDE dans l'investissement	%	23	3	9,1	15	11	13
Pratiquement sur PIB	% PIB	24	24	13,9	13	18	71
Surplus de « Epargne - invest. »	% PIB	22	8,3	9,1	4,1	-4	6

Tableau 1. Les indicateurs principaux économiques de l'ASEAN, 2005*

Source : ADB Key Indicator and Countries report for ASEAN Finance Minister meeting, *fin premier semestre 2005. Récapitulation par l'auteur.

L'industrie des services financiers et commerciaux contribue approximativement à 23% du PIB en 2005³⁰. Le secteur financier et les valeurs ajoutées commerciales ont augmenté approximativement de 37% de 1997 à 2005 (ASEAN Fin-minister-sg, 2005)³¹. Le Tableau 2 montre les principaux indicateurs financiers .

³⁰ Singapore country paper for ASEAN Finance Minister Meeting, 2005, p. 15.

³¹ op. cit., p. 18.

Indicateur	Unité	Singapour	Malaisie	Thaïlande	Indonésie	Philippines	Moyenne de l'ASEAN
Taux de croissance du crédit	% pa	17,0	4,2	-4,6	6,6	5,7	15,5
Credit domestique en cours	% PIB	147,0	108,6	95,4	61,1	53,0	57,7
Credit gouvernemental	% PIB	26,2	7,4	6,2	39,2	13,2	7,4
Credit privé	% PIB	110,8	101,2	74,0	30,0	33,7	47,8
Dépôts du système bancaire	% PIB	119,5	99,5	91,1	54,1	53,8	59,5
% dépôts à vue sur total dépôts	%	14,2	17,5	2,8	1,1	31,3	16,4
Taux créancier	% pa	5,7	6,7	7,3	18,6	12,4	12,5
Taux débiteur	% pa	1,1	1,4	2,5	15,1	8,7	6,5
Capitalisation boursière	% PIB	271	183,6	38,8	60,6	73,8	n.a
Capitalisation obligataire	% PIB	n.a	83,0	n.a	n.a	23,5	n.a
Instrument du marché monétaire	% PIB	n.a	9,9	1,8	0,1	0,1	n.a
Credits non-performants	% crédit	4,1	11	10,1	12,1	17,4	14,0

Tableau 2. Les principaux indicateurs financiers des pays de l'ASEAN, 2005*.

Source : ADB Key Indicator and Countries report for ASEAN Finance Minister Meeting,* fin premier semestre 2005. Récapitulation par l'auteur.

Le système financier singapourien se compose essentiellement de deux segments : d'une part les activités *off-shore* ou l'unité de monnaie asiatique (*Asian Currency Unit-ACU*), et d'autre part les activités *on-shore* ou l'unité des banques domestiques (*Domestic Banking Unit-DBU*). L'*ACU* et le *DBU* sont les entités conventionnelles pour les institutions financières. Ces entités sont enregistrées pour conduire les activités conformément à certains règlements émis par l'Autorité Monétaire de Singapour (*Monetary Authority of Singapore-MAS*). Les entités d'*ACU* sont admises à faire des opérations bancaires ou financières avec n'importe quelle devise à l'exception du dollar singapourien³².

1.1. Le secteur bancaire singapourien

En décembre 2005, il y avait 117 banques commerciales à Singapour dont 5 banques locales et 112 banques étrangères³³. Ce nombre a baissé de 152 banques commerciales (12 banques locales et 140 banques étrangères) suite à la consolidation du secteur bancaire après la crise en 1997. Les banques commerciales se définissent en trois catégories : banques commerciales intégrales (*full banks*), banques de gros (*wholesale banks*), et banques *off-shore*.

La taille du secteur des banques commerciales se mesure par le ratio du dépôt total divisé par le PIB, soit 119,5% pour le cas singapourien. Le total des actifs bancaires était approximativement de 207 milliards de dollars en décembre 2005³⁴. Les banques

³² Tan Khee Giap and Chen Kang (2004), « A Comparative Analysis on Financial Development and Banking Sector Reform in ASEAN-10 : A Critical Appraisal », *the ASEAN Secretariat Report*.

³³ MAS (2005a) : Types and number of banks, Singapore, <http://www.mas.gov.sg/display.cfm>

commerciales sont autorisées à exercer des activités de type banque universelle (*universal banking*) à offrir des services financiers traditionnels (par exemple, les crédits et dépôts bancaires) et à agir comme banque d'investissement (*investment banking*), comme syndicataire de garantie (*underwriting*) et distributeurs d'actions et d'instruments de dette, d'exercer les activités de financement d'entreprise (*corporate finance*), de gestion de fonds, et de gestion de type *Sicav-unit trust management*) (MAS, 2005a)³⁵. La plupart des banques commerciales exercent des activités de type ACU pour les transactions de devises étrangères sur le marché asiatique du dollar (*Asian dollars market*), et les transactions en dollars singapourien sont réservées aux activités d'*DBU*.

En 1999, plus de 80% de l'actif bancaire local était entre les mains de quatre groupes bancaires : La banque de développement de Singapour (*Development Bank of Singapore-DBS*) gérée par l'Etat, une banque privée de type familial, la banque *Overseas Chinese Banking Corporate-OCBC*, la banque *Overseas Union Bank-OOB*, et la banque *United Overseas Bank-UOB*³⁶. À présent, il y a trois groupes bancaires domestiques. Selon l'autorité monétaire de Singapour, les banques domestiques détiennent 62% du dépôt bancaire domestique (y compris ACU et DBU)³⁷.

1.2. Les institutions financières non bancaires

À Singapour, les banques d'affaires (*merchant banks*) sont considérées comme des institutions non bancaires. En 2005, il y avait 53 banques d'affaires à Singapour avec un actif total de 4 milliards de dollars (en excluant les opérations sur le marché asiatique du dollar) (MAS, 2005a)³⁸. Généralement les banques d'affaires réalisent des activités d'*off-shore*, *corporate finance*, des opérations de souscription des titres émis, de fusion et d'acquisition.

Il existait cinq compagnies exerçant des activités financières à Singapour à la fin 2005 avec un actif total de 9 milliards de dollars et ces compagnies financières acceptent principalement les dépôts à terme et les comptes d'épargne et offrent des crédits immobiliers à des clients non bancaires (MAS, 2005a)³⁹.

1.3. Le marché financier

En décembre 1999, le marché boursier de Singapour (*The Stock Exchange of Singapour-SES*), le marché international d'échange monétaire de Singapour (*The*

³⁴ *Monthly Statistical Bulletin Database* (2005), MAS.

³⁵ op. cit..

³⁶ Le Fond monétaire international (1999), « Singapore: Selected issues », *IMF Country Report*, N.º 99/35, Washington, p. 7.

³⁷ MAS (2005): Statement on liberalizing commercial banking and upgrading local banks.

³⁸ op. cit..

³⁹ op. cit..

Singapore International Monetary Exchange-SIMEX), et le marché à terme des instruments financiers (*The financial futures market*) ont été démutualisés et fusionnés en une seule entité pour créer des économies d'échelle et devenir plus dynamiques⁴⁰. L'entité née de cette fusion était le *Singapore Exchange* (SGX) qui fut introduite en bourse en novembre 2000. Le SGX est une entité auto-régulatrice (*self regulatory body*) qui a le rôle de superviseur/régulateur des entreprises membres, mais il reste sous le contrôle de la MAS.

La capitalisation boursière de Singapour en décembre 2005 était de 405 milliards de dollars singapouriens (soit 238,23 milliards de dollars US)⁴¹. Ce montant de capitalisation boursière représentait 274% du PIB. Il existe aussi des marchés secondaires comme le *Singapour Exchange Securities Trading Limited* (SGX-ST) et le *SESDAQ*. Les transactions des produits dérivés ont lieu sur le *Singapore Exchange* (SGX) à travers ses succursales, le *Singapour Exchange Derivatives Trading Limited* (SGX-DT).

Fin 2005, il y avait trois marchés de dette (*debt markets*) à Singapour :

- Les obligations du gouvernement singapourien (*Singapore Government Securities-SGS*), le marché le plus large d'une valeur de 53,9 milliards de dollars en 2005 (bons du trésor et obligations) ;
- Le marché asiatique du dollar (*Asian Dollars Market-ADM*), le deuxième plus large marché de dette qui traite les obligations libellées en devises étrangères, et non en dollars singapouriens ; et
- Le marché des obligations privées en dollars singapouriens (*The Singapore Dollars Corporate Bond Market-SDCB*)

Les autorités singapouriennes ont pris plusieurs mesures pour développer le marché obligataire depuis 1998. Cela se reflète par l'accroissement du taux moyen du marché des obligations gouvernementales (SGS) de 20% depuis 1998 à la fin 2004⁴². Les mesures prises depuis 1997 se sont concentrées sur la construction d'une courbe de rendement référentiel des obligations gouvernementales (*SGS yield curve*) (*benchmark*), la création d'une masse potentielle d'émetteurs offrant une diversité, le développement d'une base d'investisseurs (*investor base*), et la mise en place d'infrastructures physiques et de marchés pour la couverture des risques⁴³.

En 2005, selon l'autorité monétaire de Singapour (MAS), le montant des obligations émises libellées en dollars singapouriens a été de 22 milliards de dollars singapouriens (soit 12,9 milliards de dollars US) et celui des obligations libellées en devises étrangères a

⁴⁰ Hoong Change Su (2002), « Country Note : Singapore, Room Document, Fourth Round Table on Capital Market Reform in Asia », 09-10 April, Tokyo, *Organisation for Economic Cooperation and Development and Asian Development Bank*.

⁴¹ Singapore Exchange (SGX) (2005), *Market Statistics*.

⁴² Le rapport d'activité de Singapour Exchange (SGX), 2004.

⁴³ Plumer, M. G. (2004), « Towards an ASEAN bond market », *the ASEAN Secretariat Report*.

été de 19,2 milliards de dollars singapouriens (soit 11,2 milliards de dollars US) (ASEAN Fin-minister sg, 2005) ⁴⁴.

1.4. La performance du système financier singapourien

Le point fort de Singapour est un système bancaire bien développé, c'est-à-dire un secteur bancaire international avec un marché des changes fortement développé, alors que ses marchés de capitaux sont relativement moins avancés. Les marchés de capitaux de Singapour ont davantage besoin de développement pour assurer qu'ils peuvent jouer un rôle important sur les places des marchés financiers internationaux. Parmi les problèmes concernant les marchés singapouriens, on peut citer la domination des investisseurs institutionnels sur le marché obligataire, lesquels ont tendance à acheter et garder les obligations, ce qui diminue le nombre de transactions sur le marché secondaire. Par exemple, le fonds central de prévoyance (*The Central Provident Fund-CPF*) représentait presque deux tiers du marché obligataire gouvernemental. Le marché des *swaps* est également sous-développé avec un taux d'émission en dollars singapouriens peu élevé pour les compagnies non-résidentes (ASEAN Fin-minister sg, 2005) ⁴⁵.

Avec la petite taille de son économie, Singapour aura besoin de développer son secteur financier pour davantage attirer les émetteurs étrangers, les intermédiaires et les investisseurs afin d'atteindre un volume indispensable au développement du secteur financier. De toute manière, Singapour continue de profiter de sa réputation de « paradis de sécurité » (*safe haven*) en attirant les déposants de la région qui courraient des risques en déposant dans leurs pays. Les points forts de l'environnement légal, réglementaire et de protection des droits de propriété donnent à Singapour un avantage par rapport aux autres pays de la région. Comme nous avons vu, le développement des marchés de capitaux a fait des progrès significatifs.

À Singapour, les banques étrangères détiennent environ 50% des actifs du système bancaire. Dans les autres pays de l'ASEAN, les banques étrangères n'apparaissent pas comme des acteurs significatifs dans le système bancaire.

En ce qui concerne les ressources des banques à Singapour, elles ont significativement changé dans les années récentes, passant des activités de crédits (intérêts) à des activités de frais et de commissions venant des services rendus, du crédit immobilier et du crédit hypothécaire. Ces activités ne sont pas faciles à exercer dans les autres pays car les systèmes légaux et réglementaires sont différents.

1.5. Le cadre de contrôle et de régulation

L'autorité monétaire de Singapour est responsable du contrôle et de réglementation de toutes les institutions financières à Singapour selon la loi MAS (*MAS Act*). Les banques commerciales sont agréées selon la loi bancaire (*The Banking Act*).

⁴⁴ op. cit.. p. 13.

⁴⁵ op. cit.. p. 17.

Le MAS est aussi le régulateur des marchés de capitaux. Il y a peu de réglementations sur le marché obligataire. Ni les entreprises locales, ni les entreprises étrangères ne sont obligées d'obtenir l'autorisation du MAS pour les émissions des obligations. Le *Stock Exchange* de Singapour réglemente les activités de ses membres qui sont obligés d'obtenir une licence, de faire des audits et des rapports financiers. La législation soutient ces activités : la loi sur les entreprises (*The Companies Act*) est appliquée aux entreprises résidentes et non-résidentes (Plummer M. G., 2004)⁴⁶.

La loi sur les titres et sur les opérations à terme (*The Securities and Futures Act-SFA*) et la loi sur les conseillers financiers (*The Financial Advisers Act-FAA*) sont les deux lois récentes qui s'appliquent sur les marchés des capitaux de Singapour. Les deux lois (*SFA* et *FAA*) ont été appliquées à partir d'octobre 2002 en remplaçant la loi sur le négocié des titres (*The Securities Industry Act*) et la loi sur les transactions financières à terme (*The Futures Trading Act*)⁴⁷. La loi sur les assurances (*The Insurance Act*) s'applique aux compagnies d'assurance et courtiers en assurances (Tableau 3).

§2. Le système financier malaisien

La structure de l'économie malaisienne s'est transformée substantiellement durant les deux dernières décennies. Les services financiers et industriels ont augmenté rapidement. Entre 1987 et 2004, les services financiers, l'assurance, l'immobilier et les services commerciaux se sont accrus de 7,7 % à 13,5 % du PIB⁴⁸. L'industrie manufacturière contribuait approximativement à un tiers du PIB en 2004⁴⁹. La Malaisie a aussi appliqué un programme de privatisation depuis les années 1980 en réduisant le poids de l'état dans l'économie. La Malaisie a le taux d'épargne le plus élevé globalement par rapport au PIB et son système financier est le plus sophistiqué dans la région après Singapour (Plummer M.G., 2004)⁵⁰.

Les Tableaux 1 et 2 récapitulent les indicateurs économiques et financiers importants qui indiquent que le système financier malaisien s'est bien développé en termes de services financiers et aussi du marché de capitaux.

2.1. Le secteur bancaire

À la fin 2005, le système bancaire malaisien comprenait 26 banques commerciales et 11 banques d'affaires (Tableau 3). La banque centrale, la Banque Negara Malaisie-BNM, est le régulateur du système bancaire. La taille du secteur bancaire mesurée par le rapport

⁴⁶ op. cit..

⁴⁷ MAS (2002b): media release for the implementation of the Securities and Futures Act and the Futures Act.

⁴⁸ Bank Negara Malaisie (2004), « The Central Bank and the Financial System in Malaysia: a decade of Change », p. 13.

⁴⁹ ASEAN Statistical Yearbook, 2004.

⁵⁰ op. cit.. p. 15.

entre le total des dépôts bancaires et le PIB était de 87,5% en 2005, alors qu'il n'était que de 50% du PIB dans les années 1980⁵¹. Les actifs totaux du système bancaire en 2005 étaient de 635,35 milliards de ringgits⁵² (soit 181.52 milliards de dollars)⁵³.

Malgré la crise financière asiatique, le système bancaire malaisien poursuit son expansion avec un ratio dépôt bancaire sur PIB augmentant de 70% en 2003 et de 87,5% en 2004⁵⁴. Mais le nombre de banques commerciales s'est réduit de 37 en 1997 à 26 banques à la fin 2005 avec le programme de consolidation bancaire. Les banques commerciales offrent des services financiers aux particuliers et aux entreprises, et sont les seules institutions financières acceptant les dépôts à vue (*demand deposits*). Elles offrent également d'autres services comme le courtage de titres, les activités de banque d'affaires (*merchant banking*), l'assurance et les services financiers annexes à travers leurs succursales (*subsidiaries*)⁵⁵.

Selon la Banque de développement asiatique (ADB), le système bancaire malaisien manque d'innovation en termes de produits financiers proposés par les banques, dont les dépôts sont la principale source de revenus⁵⁶. La diversité des instruments d'épargne, et l'expansion des émissions d'obligations sont les deux secteurs qui ont besoin d'innovation. La Malaisie a 11 banques d'affaires qui avaient un actif total de 37,5 milliards de ringgits (soit environ 11,2 milliards de dollars) en 2005 (BNM-BM, 2005)⁵⁷. Les banques d'affaires ont des activités bancaires d'investissement (*investment banking*) et des activités permettant d'encaisser des frais (*fee-based activities*), et elles reçoivent aussi les dépôts commerciaux (*commercial deposits*) et octroient les crédits.

⁵¹ Le bulletin mensuel de la Banque Negara Malaisie (BNM-BM, 2005) et l'*Asian Development Bank: Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries*, 3^e trimestre 2005. <http://www.bnm.gov.my/en/publications>

⁵² Le ringgit est la monnaie malaisienne.

⁵³ Malaysia Country Report for ASEAN Finance Minister Meeting (2005).

⁵⁴ le rapport annuel de la banque Negara Malaisie, 2004 (BNM, 2004r).

⁵⁵ Le Fond monétaire international (FMI, 2004) : Selected Issues, *IMF Staff Country Report*, N.^o 04/78, IMF, Washington.

⁵⁶ La Banque de développement asiatique : *Rising to the Challenges in Asia: A Study of Financial Markets*, *Asian Development Bank*, 2004 (ADB).

⁵⁷ op. cit.. p. 8.

Tableau 3. Les systèmes financiers et les systèmes de contrôle et de régulation du secteur financier des 5 pays les plus avancés de l'ASEAN, décembre 2005

Source : L'auteur

Les crédits sont une part importante de ses activités économiques, mais plus récemment la BNM a réorienté ses activités vers les activités traditionnelles des banques d'investissement (*traditional investment banking activities*) (ASEAN Fin-minister my, 2005)

58

La banque islamique de Malaisie (*pure Islamic Bank*) comptait approximativement 4% du total des actifs bancaires à fin décembre 2005 (BNM-BM, 2005)⁵⁹. La Banque islamique et les autres institutions financières offrent leurs produits avec le taux d'intérêt

58 op. cit. p. 5.

⁵⁹ op. cit. p. 27.

en vertu de la loi du droit d'auteur.

islamique gratuit (*Islamic bank interest-free*) y compris le crédit-bail, le leasing, le financement des projets avec profit partagé et le financement des *joint ventures*.

Il existe aussi plusieurs institutions de développement financier (*development finance institutions*), comme l'Industrie de développement financier de la Malaisie (*Malaysia Industrial Development Finance*) et la banque de développement de la Malaisie (*The Development Bank of Malaysia*). Les institutions de développement financier avaient un actif total de 23,7 milliards de ringgits (soit 6,8 milliards de dollars) en 2005 (BNM-BM, 2005)⁶⁰. Entre 1998 et la fin du premier semestre 2005, le secteur industriel a absorbé la plupart de ses crédits dans les institutions de développement financier et les banques commerciales⁶¹.

La Malaisie a aussi un certain nombre d'institutions d'épargne. Elles sont constituées de la Banque Nationale d'épargne (*The National Savings Bank*), des coopératives de crédits urbains (*urban credit cooperatives*), des coopératives de crédits ruraux (*rural credit cooperatives*) et de la banque Rakyat. À fin 2005, la Banque nationale d'épargne avait 423 agences, avec un actif total de 11,3 milliards de ringgits (soit 3,2 milliards de dollars)⁶².

En 2005, la Malaisie avait 7 maisons d'escompte avec un actif total de 19,3 milliards de ringgits (soit 5,5 milliards de dollars) (BNM-BM 2005)⁶³. Les maisons d'escompte reçoivent les dépôts, et investissent principalement sur les marchés de capitaux à court terme, en titres du gouvernement malaisien, en bons du trésor, et autres instruments à court terme.

2.2. Le système bancaire islamique et les institutions non-bancaires

Le développement du système financier islamique continue non seulement dans le système bancaire, mais aussi pleinement dans le fonctionnement du marché monétaire, et dans les marchés des capitaux et des obligations. Depuis sa création en 1994, le système bancaire islamique opère efficacement et discrètement en parallèle avec le système bancaire conventionnel.

À présent, le système bancaire islamique comprend deux banques islamiques avec 129 agences, et 33 banques conventionnelles qui proposent les services bancaires islamiques sous le projet de « programme de développement bancaire islamique » (*Islamic Banking Schemes-IBS*) (BNM-BM, 2005)⁶⁴. Il existe plusieurs institutions bancaires qui participent au programme de développement bancaire islamique, qui

⁶⁰ op. cit.. p. 31.

⁶¹ Dobson, W. and Jacquet, P., (2005) « Financial Services Liberalisation in the WTO: Case Studies: Malaysia », *for ASEAN Secretariat*, (Dobson W. et Jacquet P., 2005m).

⁶² Le rapport de 3e trimestre de la BNM, 2005, p. 75 (BNM-3e).

⁶³ op. cit.. p. 6.

⁶⁴ op. cit.. p. 10.

compte 14 banques commerciales (4 banques étrangères), 9 compagnies d'assurance, 3 banques d'affaires, et 7 maisons d'escompte. Il y a plus de 50 produits financiers islamiques disponibles publiquement, y compris le financement de logements, le financement de projets, et les obligations islamiques de long terme, etc.

Durant la période de 1994-fin décembre 2005, le système bancaire islamique s'est développé progressivement en termes d'actifs financiers avec une croissance annuelle moyenne de 49% en termes d'actifs⁶⁵. À la fin décembre 2005, l'actif total du système bancaire islamique était de 69,8 milliards de ringgits (soit environ de 19,9 milliards de dollars) et le secteur a octroyé 35 milliards de crédits en ringgits (soit 10 milliards de dollars) (BNM, 2005i)⁶⁶. Le dépôt bancaire islamique est de 52,2 milliards de ringgits (soit 14,9 milliards de dollars), à travers 2194 agences. En 2005, le poids du système bancaire islamique par rapport au total de système bancaire a augmenté à 8,9% (8,2% en 2003) et le financement dans l'économie a aussi augmenté à 8,1% (6,5% en 2003) (BNM, 2005i)⁶⁷. En général, cette expansion a contribué à une croissance économique durable, et également à une bonne concentration sur le développement du système bancaire islamique.

En Malaisie, l'actif total des 11 principales compagnies financières était de 125,7 milliards de ringgits (sont environ de 35,9 milliards de dollars) en décembre 2005, ce qui représente 36,2 % du PIB (BNM-BM, 2005)⁶⁸. Ces compagnies reçoivent les dépôts et proposent des services financiers comme le leasing et d'autres crédits remboursables par tranche (*instalment credit*) à des consommateurs et à des petits commerces.

Il existe d'autres institutions financières non-bancaires qui exercent des activités en Malaisie. Elles consistent en 41 sociétés de crédit-bail, 11 sociétés de *factoring*, 46 sociétés de capital-risque (*venture capital companies*), 19 compagnies acceptant les crédits (*credit token companies*), 31 sociétés d'investissement à capital variable (*unit trust companies*), 175 fonds de gestion patrimoniale (*trust funds*), et également 4 fonds de gestion d'immobilier (*property trusts*) et plusieurs institutions de crédit logement (*housing credit institutions*) (ASEAN Fin-minister my 2005)⁶⁹.

Le fonds de pension de la Malaisie est le Fonds de prévoyance des salariés (*The Employees Provident Fund*) avec un actif total de 48,7 milliards de ringgits (soit 13,91 milliards de dollars) en 2005 (BNM-BM, 2005)⁷⁰. Le « *Capital Markets Master Plan* » a recommandé au fonds de prévoyance de diversifier ses investissements en portefeuille

⁶⁵ Le bulletin mensuel de la BNM sur les activités bancaires islamiques, 2005 (BNM, 2005i).

⁶⁶ op. cit.. p. 11.

⁶⁷ op. cit.. p. 18.

⁶⁸ op. cit.. p. 54.

⁶⁹ op. cit.. p. 23.

⁷⁰ op. cit.. p. 25.

financier.

Le secteur financier informel en Malaisie est relativement petit en comparaison avec les autres pays de l'ASEAN. Cette petite taille du financement informel s'explique par la forte contribution du système bancaire dans les zones rurales durant ces dernières décennies.

2.3. Les marchés de capitaux et le centre financier *off-shore*

Le marché boursier est la deuxième source de financement de l'économie malaisienne. Le marché boursier de Kuala Lumpur (*The Kuala Lumpur Stock Exchange*) a une capitalisation boursière de 196,73 milliards de dollars qui représentait 183,6% du PIB en 2005⁷¹. Le marché de capitaux malaisien s'est accru significativement durant les années de 1980 et 1990, spécialement avec le développement de l'infrastructure du marché et de la réglementation. À fin 2005, il y avait 861 compagnies cotées sur le marché boursier de Kuala Lumpur (ASEAN-Fin-minister, SEC-my, 2005)⁷². Le marché boursier de Kuala Lumpur est le plus important de la région.

La capitalisation boursière de la Malaisie avait augmenté à 250% du PIB à la fin 1996, et la crise financière en 1997 l'a fait baissé très brutalement à 78% du PIB. Et après 1999, l'environnement économique s'est stabilisé, reflété par l'accroissement progressif de la capitalisation boursière.

Or, le poids du marché obligataire malaisien par rapport au PIB est plus petit que le poids du système bancaire, et du marché boursier. Le ratio des obligations en cours (incluant les obligations de l'Etat et du secteur privé) par rapport au PIB était de 82,4 % en 2005 (ASEAN Fin-minister-SEC-my, 2005)⁷³. Le marché obligataire a besoin de se développer plus particulièrement le marché secondaire qui est peu liquide. Le *Masterplan* a recommandé aux fonds de prévoyance, d'assurance-vie, et aux autres fonds de pension d'investir dans les obligations, spécialement les obligations de l'Etat malaisien.

La Malaisie a aussi un centre financier international *Off-shore*, le centre financier international *off-shore* de Labuan (*The Labuan International Offshore Financial Center-IOFC*). Le centre fut créé à Labuan en 1990 pour faciliter les transactions hors place et en complément des transactions sur place (*onshore*). À la fin décembre 2005, au centre de Labuan, il y avait 60 banques *offshore*, 68 compagnies d'assurance *offshore*, 20 *trusts companies*, et 8 *fund managers*⁷⁴. Les activités des institutions financières *offshore* sont régulées par l'Autorité de services financiers du centre offshore de Labuan (*The Labuan Offshore Financial Services Authority-LOFSA*) (Tableau 3).

⁷¹ La SEC-Malaisie: The report for the ASEAN Finance Minister Meeting, 2005.

⁷² op. cit., pp. 9-13.

⁷³ op. cit., p. 23.

⁷⁴ Le bulletin mensuel de l'Autorité de services financiers de Labuan, 2005.

2.4. Le système de supervision et de régulation

En Malaisie, le ministère des finances est responsable de l'agrément des licences bancaires, et la banque centrale (La Banque Negara Malaisie) est responsable de la régulation et du contrôle des banques (Tableau 3). La banque Negara Malaisie est aussi responsable de la régulation et du contrôle des compagnies d'assurance avec la loi sur les assurances en 1996 (*Insurance Act 1996*). Les autres ministères concernés ou agences gouvernementales supervisent ou contrôlent les autres institutions non bancaires, y compris les institutions de développement financier, les institutions d'épargne (*saving institutions*), le fonds de prévoyance et les fonds de pension, et autres intermédiaires financiers (ADB, 2004)⁷⁵. Le ministère des finances contrôle la gestion des institutions de développement financier (*development financial institutions*) directement à travers son rôle d'actionnaire.

Pour les marchés de capitaux, la Commission des Opérations de Bourse (*The Securities Commission*) est le seul régulateur et superviseur des activités des marchés de capitaux domestiques.

2.5. L'expérience de la crise financière asiatique

En comparaison avec les autres pays de l'ASEAN, la Malaisie n'a pas été touchée sévèrement par la crise asiatique parce que le pays avait un montant de dette extérieure relativement faible et peu d'exposition sur les emprunts à court terme⁷⁶.

À la suite de la crise en 1997, l'augmentation du crédit bancaire fut relativement modérée. La limitation du crédit bancaire de la part des banques a permis d'utiliser une autre possibilité de financement par le secteur des entreprises à travers l'expansion du marché des obligations privées (*corporate bond market*). La SEC-Malaisie comme régulateur des marchés de capitaux a réduit la réglementation limitant les émissions obligataires des entreprises (Tableau 4).

§3. Le développement financier indonésien

L'Indonésie s'est développée rapidement durant les deux décennies avant la crise financière de 1997. Le développement du secteur manufacturier est orienté à l'exportation, et sa croissance économique a contribué à la réduction de la pauvreté. L'Indonésie a libéralisé son économie et le secteur financier grâce à de substantielles déréglementations concernant le secteur financier dans les années 1980. Le résultat de cette forte déréglementation et libéralisation est la présence des banques étrangères dans son économie. Le gouvernement indonésien a utilisé le système bancaire pour promouvoir ses objectifs de développement.

La crise financière en 1997 a changé l'environnement financier et jusqu'à présent

⁷⁵ op. cit., pp. 43-48.

⁷⁶ Asia Recovery Information Center (ARIC): Asia recovery report, 2001 (ARIC). <http://www.aric.adb.org>

(2005) l'Indonésie n'a pas encore résolu tous les problèmes issus de la crise. La réforme financière est la plus lente par rapport aux autres pays de la région, et le taux d'inflation et le taux d'intérêt ont été plus élevés (Annexe-figure 1 et Annexe-figure 2).

Le système financier indonésien est un des systèmes financiers modernes parmi les pays en développement. Exceptionnellement pour un pays en développement, le système financier officiel finance aussi les zones rurales à travers les services de l'épargne et du crédit. On outre, le secteur industriel et les ménages urbains utilisent le système financier pour les services de crédit à long et court terme, l'épargne, les services de gestion de la trésorerie (*cash management services*), d'assurances et d'autres produits financiers. Fin décembre 2005, l'épargne totale et les dépôts à vue dans le secteur bancaire étaient de 41% du PIB⁷⁷ (Tableau 1 et Tableau 2).

3.1. Le secteur bancaire

En Indonésie, il a deux types de banques : les banques commerciales (*Bank Umum and Bank Perkreditan Rakyat (BPR)*) et la banque de crédit populaire (*people's credit banks*). Les banques commerciales comprennent les banques étatiques, la banque nationale privée de change (*foreign exchange private national banks*), la banque nationale privée de non-change (*non-foreign exchange private national banks*), les banques de développement régional (*regional development banks*), et les banques étrangères.

Avant la crise financière en 1997, on comptait 237 banques domestiques, dont 34 banques étatiques, 160 banques privées, 43 banques de *joint venture* et en plus d'autres banques étrangères. Après la crise financière en 1997, certaines banques ont fermé ou fusionné ou ont été nationalisées, abaissant le nombre de banques domestiques à seulement 57 avec 12 banques de développement régional étatique en 2005⁷⁸. En 2005, il existait 15 grandes banques, 4 banques étatiques et 11 banques privées, et 50 banques privées de taille moyenne et banques étrangères⁷⁹.

Le système bancaire indonésien est dominé par les 4 grandes banques étatiques, ces 4 banques représentant plus de 70% du total des dépôts bancaires dans le système bancaire en 2005⁸⁰. Elles ont été recapitalisées par le gouvernement indonésien en 2002 et les obligations de l'Etat indonésien constituent la majeure partie de leurs actifs financiers. Suite à la politique de restructuration bancaire et de recapitalisation des 4 banques étatiques et la reprise des banques par le gouvernement (*government takeovers*), le gouvernement détenait 72% de l'actif du système bancaire indonésien en décembre 2005⁸¹.

⁷⁷ Bulletin mensuel de la Banque d'Indonésie (2005).

⁷⁸ Rapport 3e trimestre de la Banque d'Indonésie (2005).

⁷⁹ Indonesia Country Paper Report for ASEAN Finance Minister Meeting, 2005.

⁸⁰ Le rapport du 3e trimestre de la Banque centrale (Banque Indonésie), 2005 (BI-3e).

⁸¹ Bulletin mensuel de la Banque Indonésie et de la Banque Indonésie de restructuration (IBRA) (2005).

En décembre 2005, les banques étrangères et banques de *joint-ventures* représentaient environ 24,7% du total de crédit dans l'économie indonésienne (BI-BM, 2005)⁸², ce qui signifie un accroissement de la part de marché des banques étrangères qui n'était que de 13% en 1997. Cet accroissement résulte de la fermeture ou de la fusion de 50 banques nationales privées. La participation des banques étrangères et des banques de *joint venture* est particulièrement élevée dans le secteur manufacturier, où elles comptent environ 66% du crédit total en 2005⁸³.

Il y a 27 banques de développement qui habituellement octroient des prêts pour une durée de 5 ans pour des activités correspondant au plan de développement du pays. Les banques appartiennent à des gouvernements régionaux (*regional governments*). 12 de ces banques régionales ont été recapitalisées dans le programme de restructuration bancaire après la crise (IBRA-3e, 2005)⁸⁴.

3.2. Les institutions financières non-bancaires

En décembre 2005 il y avait 244 compagnies financières avec un actif total de 39370 milliards de roupies⁸⁵ (soit 3,9 milliards de dollars)⁸⁶. Elles ne sont pas agréées pour recevoir les dépôts directement auprès du public, mais elles peuvent exercer des activités de crédit-bail, de *factoring*, de cartes de crédit et de financement de la consommation. Cette dernière est l'activité dominante. Les *joint ventures* avec la participation majoritaire étrangère sont aussi permis. À présent il y a 105 compagnies d'assurance générales en Indonésie, y compris 24 *joint ventures* à participation étrangère, 61 compagnies d'assurance vie, y compris 22 *joint ventures*, et 4 compagnies de réassurance⁸⁷.

En Indonésie, il existe deux types de fonds de pension, les fonds de pension des employeurs (*employer pension funds*), et les fonds pensions des institutions financières (*financial institution pension funds*). Actuellement, il y a 314 fonds de pension des employeurs au profit des employeurs ou/et des employés, et 29 fonds de pension des institutions financières qui servent les employés (MOF-Indo-Ins, 2005)⁸⁸.

3.3. Le marché de capitaux

Le ratio de capitalisation boursière par rapport au PIB était de 60,6 % en décembre 2005

⁸² op. cit., p. 9.

⁸³ Le rapport du 3e trimestre de la Banque Indonésie de restructuration (IBRA), 2005, p.11.

⁸⁴ op. cit., p. 18.

⁸⁵ Le roupie est la monnaie indonésienne.

⁸⁶ Le rapport mensuel de la Direction de banques et finances, le ministère des finances de l'Indonésie, 2005 (MOF-Indo).

⁸⁷ Le rapport mensuel de la Direction de l'assurance, le ministère des finances, 2005 (MOF-Indo-Ins).

⁸⁸ op. cit., p. 24.

⁸⁹ . Cela indique qu'il existe une grande opportunité pour l'Indonésie d'accroître la mobilisation des fonds sur le marché boursier.

L'Indonésie a deux marchés boursiers, le marché boursier de Jakarta (*Jakarta Stock Exchange-ISX*) et le marché boursier de Surabaya (*Surabaya Stock Exchange-SSX*). Les deux marchés offrent les produits boursiers (la cotation des actions) et les produits à terme sur les deux marchés, primaire et secondaire. À fin décembre 2005, BAPEPAM avait agréé 1167 licences de syndicataires (*underwriters*), 182 courtiers en titres (*broker dealers*), 92 gérants de portefeuille (*investment managers*), et 393 entreprises cotées (BAPEPAM-RM, 2005)⁹⁰.

Le marché obligataire indonésien est encore très sous-développé, et le gouvernement a été le seul récemment à émettre des obligations avec la méthode d'appel d'offre (*auction*). Sur le marché obligataire, il existe sur le marché secondaire les obligations d'État, les obligations privées libellées en roupies et en devises étrangères en 2005 (ASEAN-Fin-minister id, 2005)⁹¹ (Figure 1 « La taille du marché obligataire par rapport au PIB »). Les émissions obligataires privées ont connu un accroissement depuis la crise financière de 1997 lorsque la capitalisation obligataire était de 91521 milliards de roupies (soit 9,1 milliards de dollars), comparé à son niveau de 2005 qui était de 12885 milliards de roupies (soit 1,2 milliard de dollars) (BAPEPAM-RM, 2005)⁹² (Tableau 4 « Le volume des émissions d'obligations »). Au contraire, les obligations d'Etat ont augmenté spectaculairement avec le processus de recapitalisation des banques, avec un accroissement de 31635 milliards de roupies (soit 3,1 milliards de dollars) en 1997 à 397967 milliards de roupies (soit 48,7 milliards de dollars) en décembre 2005 (BAPEPAM-RM, 2005)⁹³. En Indonésie, il existe seulement une agence de notation privée (*private credit rating agency*).

⁸⁹ Le rapport mensuel de la Commission de bourse Indonésie, BAPEPAM, 2005 (BAPEPAM-RM).

⁹⁰ op. cit., pp. 6-10.

⁹¹ op. cit., p. 8.

⁹² op. cit., pp. 12-15.

⁹³ op. cit., p. 21.

Pays	1997	2005*	Accroissement annuel moyen
Chine	116,3	483,3	22,6%
Hong Kong SAR	41,1	45,5	1,8%
Indonésie	4,3	57,8	44,9%
Cocée	130,3	568,4	23,4%
Malaisie	57,0	106,6	9,1%
Philippines	18,4	25,2	4,6%
Singapour	23,7	65,3	15,8%
Thaïlande	10,6	64,9	29,5
Vietnam	-	0,3	-
Asie de l'Est exclu Japon	401,7	1419,3	19,8%

Tableau 4 : Le volume des émissions d'obligation en milliards de dollars (accroissement annuel)

Source : Countries report for ASEAN+3 Finance Ministers Meeting and Asia Economic Monitor, ADB, * fin premier semestre 2005.

Le Tableau 4 montre qu'en 1997, parmi les pays principaux de l'ASEAN, l'Indonésie avait le marché obligataire le plus petit (4,3 milliards de dollars), avant la Thaïlande (10,6 milliards de dollars), et la Malaisie qui a le marché obligataire le plus important de la région avec un montant de 57 milliards de dollars, ou Singapour avec 23,7 milliards de dollars. Après la crise financière en 1997, l'Indonésie a connu un taux de croissance annuel du montant obligataire émis très élevé de 44,9% entre 1997 et 2005. Ce taux de croissance était de 29,5% pour la Thaïlande, tandis que la Malaisie connaissait un taux annuel moyen de 9,4%. Mais en 2005, la Malaisie restait le premier pays de la région, où le marché obligataire atteignait un montant de 106,6 milliards de dollars, la Thaïlande et l'Indonésie atteignant respectivement un montant de 64,9 milliards de dollars, et de 57,8 milliards de dollars. Ces augmentations de la part du marché obligataire dans le système financier des pays de l'ASEAN résultent de la politique de coopération entre les pays membres dans le but de développer le marché obligataire dans la région. Ce marché permet de mobiliser les ressources à long terme pour l'investissement et engendre moins de risque pour les épargnants.

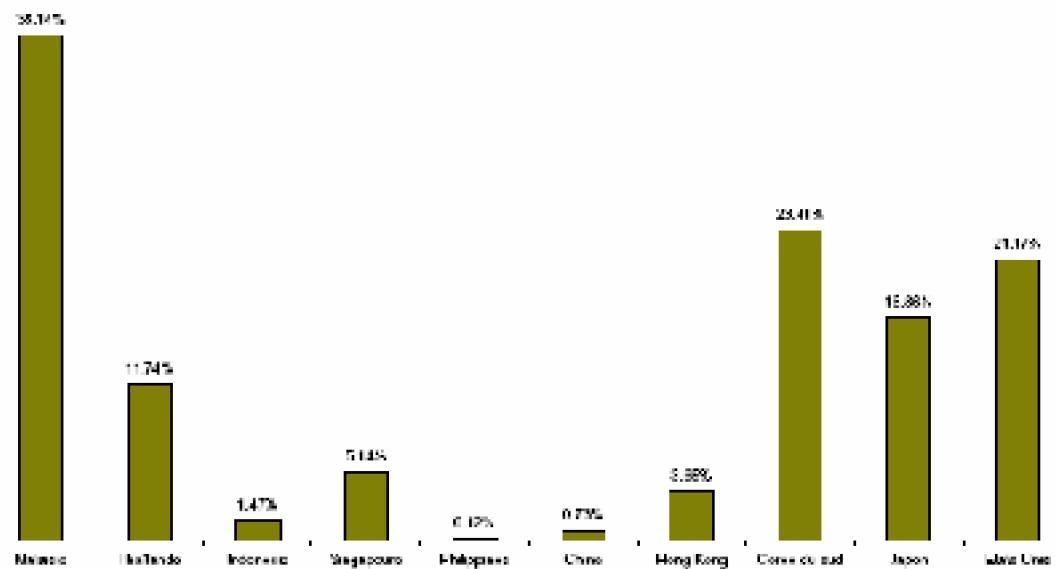


Figure 1. La taille du marché obligataire (en % du PIB, 2005*)

Source : Countries report for ASEAN+3 Finance ministers meeting and Asia Economic Monitor, ADB, * fin premier semestre 2005.

Comme nous l'avons vu dans le Tableau 4, l'Indonésie a connu une forte expansion de la taille du marché obligataire par rapport aux autres pays de la région. Mais le volume des obligations en cours reste encore faible par rapport aux autres pays en développement de la région. Nous pouvons voir dans la Figure 1 que le volume du marché obligataire par rapport au PIB restait très bas à la fin du premier semestre de 2005 comparé aux autres pays de la région de taille similaire.

La Figure 1 montre que la Malaisie a le ratio du marché obligataire par rapport au PIB plus élevé (38,14% du PIB, soit 106,6 milliards de dollars), suivit par la Thaïlande avec un rapport de 11,74% du PIB, et Singapour de 5,14 %. Le marché obligataire de la Chine est jeune avec une taille encore petite qui représente seulement 0,73% du PIB, mais le montant des obligations en cours est considérable (483,3 milliards de dollars) ; le volume du marché obligataire représente 23,41% du PIB en Corée, soit 568,4 milliards de dollars (Tableau 4). Le marché obligataire des principaux pays de l'ASEAN et de 3 autres pays (Japon, Corée, et la Chine) s'est renforcé rapidement après la crise financière en 1997. L'objectif de développement du marché obligataire est d'allouer les ressources régionales en capital investissement à long terme, ensuite la croissance économique et le développement économique des pays de la région.

3.4. Le système de contrôle et de régulation

La nouvelle législation introduite en 1999 donne un statut indépendant à la banque centrale de l'Indonésie (*The Bank Indonesia-BI*). Cette nouvelle loi a défini un objectif unique pour la Banque d'Indonésie, celui de maintenir la stabilité de la roupie. Bien que le gouvernement indonésien ait obtenu un surplus de budget avant la crise, la loi n'a pas permis à la banque centrale de prêter au gouvernement, ni d'acheter des obligations d'Etat pour éviter la monétisation du déficit de l'Etat (*monetizing deficits*). Pour répondre à

la crise financière et pour permettre aux banques d'avoir accès aux prêteurs en dernier ressort, la loi mentionne que si la Banque d'Indonésie effectue des activités de prêteur en dernier ressort, elle peut seulement accorder un crédit qui est pleinement sécurisé par des garanties saines et liquides pour une maturité maximale de 90 jours⁹⁴.

Un autre rôle de la Banque d'Indonésie (BI) est qu'elle peut agir en « acteur du développement » (*agent of development*), au sens où la BI est chargée de canaliser les crédits vers les groupes prioritaires et qu'elle est aussi responsable de la supervision bancaire. Le pouvoir de supervision bancaire est en discussion pour transférer ce pouvoir à une autorité indépendante.

À présent, la Bank d'Indonésie continue d'agrémenter les licences bancaires et de superviser, le ministère des finances étant, quant à lui, responsable de la politique générale sur la gouvernance des banques, y compris les réglementations sur les conditions pour créer une banque en Indonésie. Mais la BI peut aussi influencer la décision sur l'agrément d'une licence bancaire par sa lettre de recommandation.

Pour les institutions non bancaires, c'est le ministère des finances qui est responsable de superviser, de régler, d'agrémenter les licences à des nouvelles compagnies financières, comme les compagnies d'assurance, les fonds de pension, et les autres institutions non bancaires (La Direction de l'assurance sous la tutelle du ministère des finances supervise toutes les compagnies d'assurance).

L'autorité du marché des capitaux (BAPEPAM) est une unité du ministère des finances qui règle et contrôle les marchés de capitaux. Cette unité, qui écrit les projets de régulation et les règles, est responsable de l'octroi de licences à tous les participants. Elle est aussi responsable des conditions de cotation en bourse, les principes de *disclosure documents*, et les normes comptables des marchés financiers. En tant que membre de « IOSCO », le BAPEPAM a adopté presque tous les principes de IOSCO (*IOSCO principles*).

§4. Le système financier thaïlandais

La Thaïlande a achevé de transformer une économie basée sur l'agriculture en une économie basée sur l'industrie avant la crise financière asiatique en 1997. Le succès de cette transformation a été soutenu par le développement d'un système financier moderne, et les crédits bancaires sont les sources principales de financement. Mais le tissu industriel et le système financier restent fragiles. Depuis 1997, la Thaïlande a réformé son système financier et aussi restructuré le secteur industriel. La taille et la structure de l'économie thaïlandaise sont détaillées dans le Tableau 1.

Les services financiers en Thaïlande ont généré 3% du PIB à la fin du premier semestre de 2005, lors qu'avant la crise, ce ratio représentait environ 7% du PIB⁹⁵. Cela

⁹⁴ Patrick H., « Corporate Governance and the Indonesia Financial System: A comparative Perspective », *APEC Study Center*, 2003.

⁹⁵ Thailand-Country report for ASEAN Finance Minister Meeting, 2005, pp. 8-12.

illustre qu'une réduction substantielle des services financiers et le redressement de ce secteur se font lentement et qu'ils représentent une contrainte importante pour la croissance économique du pays. Le processus lent de réforme du secteur financier entraîne la restriction du crédit au secteur privé. La restructuration lente du secteur des entreprises et le ratio de crédits non-performants élevé (25% du PIB dans les banques et les sociétés de gestion d'actifs, 2005) (ASEAN Fin-minister-Th, 2005)⁹⁶ ont des impacts sur le redressement de l'économie thaïlandaise.

4.1. Le secteur bancaire

En Thaïlande comme dans les autres pays en développement, les banques commerciales sont les plus importantes institutions sur les marchés bancaires organisés, qui représentaient 70,1% du total des encours de crédit octroyé à l'économie à fin décembre 2005⁹⁷.

Actuellement le système bancaire thaïlandais est composé de 13 banques commerciales incorporées localement. Les banques dont les actifs pèsent le plus lourd dans le système bancaire sont la banque de Bangkok (*Bangkok Bank*), la banque *Thai Farmers*, et la banque *Ayudhya*⁹⁸. Les deux autres institutions importantes, la banque commerciale de Siam et la banque Thaï Militaire, sont recapitalisées par le programme de réforme de l'Etat et restent majoritairement détenues par des actionnaires thaïlandais.

Il existe d'autres banques étatiques, y compris la banque commerciale *Krung Thai*, la banque de *Siam City*, et la banque *thai*. Le programme de réforme bancaire a inclu certaines banques étatiques dans le programme de privatisation dans quelques années. Il y a encore plusieurs banques de développement sectorielles, dont la banque pour l'agriculture et les coopératives agricoles (*The Bank for Agriculture and Agricultural Cooperatives-BAAC*), la banque étatique de développement du logement (*The Government Housing Bank*), et la banque étatique de l'épargne (*The Government Savings Bank*).

Les banques de *joint venture*, dont la plupart sont contrôlées par des institutions étrangères, jouent un rôle de moins en moins important dans le système bancaire, mais restent encore très agressives sur le marché du crédit et les services financiers, comme la banque d'Asie (*Bank of Asia*), *DBS Thai Danu*, *Standard Chartered Nakornthon* et *UOB Radanasin*. La crise financière a eu pour effet de réduire le nombre d'agences des banques étrangères de 21 en 1997 à 18 en 2005 (BOT-3e, 2005)⁹⁹.

4.2. Les institutions financières non bancaires

⁹⁶ op. cit., p. 14.

⁹⁷ Le rapport mensuel de la Banque de Thaïlande, 2005 (BOT-RM).

⁹⁸ Le rapport du 3e trimestre de la Banque de Thaïlande, 2005 (BOT-3e).

⁹⁹ op. cit., p. 23.

En Thaïlande, le nombre de compagnies financières a baissé brusquement après la crise financière asiatique de 1997 causée par les fermetures et fusions d'entreprises, et il reste actuellement 19 compagnies financières qui représentent environ 10,2% du total de crédits en cours (BOT-3e, 2005)¹⁰⁰. Le gouvernement thaïlandais a un certain nombre d'institutions financières spécialisées dans le crédit à certains secteurs spécifiques. Le « *Small Industry Credit Guarantee Corporation-SICG* » offre des garanties jusqu'à 50% du crédit pour les PME, tandis que la banque *EXIM* et la *Small Industry Finance Corporation-SIFC* se focalisent sur l'exportation. Le rôle de *SICGC* s'accroîtra à l'avenir pour recevoir les dépôts et offrir des services financiers aux PME.

La banque pour l'agriculture et les coopératives (*BAAC*) propose l'essentiel de ses fonds aux Coopératives d'agriculture (*Agricultural cooperatives*), qui ensuite octroient les crédits directement aux fermiers ou agriculteurs. Les Coopératives agricoles sont organisées par les fermiers ou agriculteurs concernés pour leurs activités agricoles et aussi pour l'octroi de crédit à leurs membres. La part du crédit rural dans le système financier en Thaïlande est estimée à environ de 40% à fin décembre 2005 (ASEAN-Fin-minister, 2005)¹⁰¹.

Pour l'assurance, il existe à présent 26 compagnies d'assurance vie ; parmi celles-ci, 24 sont enregistrées comme des compagnies domestiques, et on trouve une succursale étrangère, et une compagnie de réassurance. Pour l'assurance générale, il y a 78 compagnies d'assurance générales, dont 73 compagnies domestiques et 5 succursales étrangères¹⁰².

4.3. Les marchés de capitaux

Le marché boursier et obligataire thaïlandais ont redémarré doucement après la crise financière de 1997. Les marchés boursiers, dominés par le marché boursier de Thaïlande, (*The Stock Exchange of Thailand-SET*) avait un ratio de capitalisation boursière de 88,8% du PIB à fin décembre 2005. Le marché reste encore petit et vulnérable face à la volatilité et à la compétition internationale¹⁰³. A fin décembre 2005, le marché boursier thaïlandais comptait 382 compagnies cotées représentant 31 secteurs de l'économie, y compris des entreprises publiques, privées et étrangères (SEC-Th-RM, 2005)¹⁰⁴.

Avant l'année 2004, Le marché obligataire opérait sur le Centre de Négociation des Obligations de Thaïlande (*Thai Bond Dealing Center-TBDC*), qui est un marché spécialisé dans les transactions sur le marché secondaire. À partir de 2004, le « *Thai Bond Dealing*

¹⁰⁰ op. cit., p. 27.

¹⁰¹ op. cit., p. 35.

¹⁰² Le rapport de la Direction des assurances, ministère du commerce, pour la réunion sur la libéralisation des services financiers des pays de l'ASEAN, 2005.

¹⁰³ *Le rapport mensuel* de la SEC-Thaïlande, 2005, (SEC-Th-RM).

¹⁰⁴ op. cit., p. 23.

Center » s'est transformé en Plateforme de Transaction Electronique des Obligations de Thaïlande (*Thai Bond Electronic Trading Platform-TBETP*), qui opère avec un système électronique. Les obligations sans notation (*unrated bonds*) sont également autorisées à faire des transactions sur le « *Thai Bond Electronic Trading Platform* », mais la *Securities Comission Thailand* requiert une ¹⁰⁵ disclosure des informations .

4.4. Le système de contrôle et de régulation

Le secteur bancaire et financier de Thaïlande est supervisé par la Banque de Thaïlande (*The Bank of Thailand*), la banque centrale, selon la loi sur les banques commerciales de 1962 (*The Commercial Banking Act of 1962*), et la loi de 1979 sur les activités financières, commerciales, de titres, et de crédit foncier (*The Act on Undertaking of Finance, Business, Securities Business and Credit Foncier Business, 1979*). En octobre 1997, la loi sur les banques commerciales fut modifiée en accordant plus de pouvoir de supervision bancaire pour la banque de Thaïlande. Cette modification permet à la banque de Thaïlande de conduire des actions ponctuelles telles que changer la direction d'une banque, recapitaliser les institutions en difficulté, et lui permet aussi de suspendre la licence d'opération des banques ¹⁰⁶ (Tableau 3).

Le rôle du ministère des finances est de décider d'une politique (*policy maker*) alors que la banque de Thaïlande contrôle et réglemente toutes les banques et institutions financières. Le ministère des finances a l'autorité d'agrérer une nouvelle licence pour les banques commerciales et autres institutions exerçant des activités bancaires et financières. Mais les compagnies d'assurance sont sous le contrôle du ministère de commerce, qui décide également de l'octroi de nouvelles licences.

Le service des titres comprend le courtage de titres, les transactions de titres (*securities dealing*), le service de conseil d'investissement (*investment advisory services*), de syndicataire de titres (*securities underwriting*), la gestion des SICAV, la gestion des fonds privés, qui tombent sous la loi des valeurs mobilières de 1992 (*The Securities and Exchange Act*). Il opère ses activités sous la supervision de la Commission des opérations de bourse (*The Securities and Exchange Commission-SEC*). La SEC-Thaïlande fut créée en 1992 comme une agence indépendante chargée de superviser les activités des marchés de capitaux concernant les actions, les obligations et les produits dérivés, et aussi d'agrérer les nouvelles licences pour les activités de titres en Thaïlande.

Les transactions boursières se font principalement sur le marché boursier de Thaïlande (*SET*) qui est contrôlé par le ministère des finances. Le marché non-boursier comprend toutes les activités des instruments de dette, dont les transactions s'effectuent principalement sur le marché de hors-cote (*The Over-The-Counter market-OTC*) et sur la Plateforme de Transaction Electronique des Obligations de Thaïlande (*TBETP*).

¹⁰⁵ Cité dans le *rapport annuel* de la SEC-Thaïlande, 2004, p. 75.

¹⁰⁶ BoT News Release N.° 35/1999, « BoT announces plan to increase investor participation in the year 2000 », 1999, cité dans *le 2e rapport trimestriel*, pp. 19-22.

§5. Le système financier philippin

Les Philippines sont le troisième pays le plus peuplé de l'ASEAN et le cinquième pour le PIB par habitant. Le secteur dominant est l'agriculture qui emploie environ 35% des effectifs. Les Philippines aussi suivent une politique d'exportation des produits manufacturiers (*Manufactured export lead growth*). Avant la crise financière de 1997, les Philippines étaient en situation de crise financière à l'intérieur du système financier, et le gouvernement a mis en place une politique de réforme qui a permis aux Philippines de se trouver en position de force pour survivre la crise de 1997. Mais le système financier philippin est moins avancé par rapport aux autres principaux pays de l'ASEAN. Il y a de nombreux services financiers et différents types d'institutions financières, mais le crédit est dirigé et le taux d'intérêt continu d'être subventionné¹⁰⁷ (Tableau 1).

Les actifs du secteur bancaire, qui représentent presque 150% du PIB, sont plus de cinq fois plus grand que le marché boursier et le marché obligataire (Tableau 2). Comme les autres pays en développement, le secteur bancaire est dominant dans le système financier philippin.

5.1. Le secteur bancaire

Il y a trois principaux types de banques aux Philippines¹⁰⁸ :

- Les banques commerciales : y compris les banques privées domestiques et les banques étrangères, et deux banques de développement sectorielles entièrement détenues par l'Etat, la Land Bank of the Philippines et la banque de développement des Philippines.
- Les *thrifts banks*, qui comprennent les caisses d'épargne et d'hypothèque (*mortgage banks*), les banques de développement privées (*private development banks*), et les associations d'épargne et de titres (*stock and savings associations*) ; elles ont principalement une activité de banque de détail auprès des consommateurs et des PME.
- Les banques rurales (*rural banks*), qui accordent des crédits aux exploitations agricoles de taille moyenne et aux entreprises rurales non-agricoles (*rural non-farm enterprises*).

Depuis 2002, les banques commerciales sont de deux catégories, les banques commerciales normales (*regular commercial banks*) et les banques universelles. Les banques universelles effectuent des dépôts, des crédits, des activités de titres, des services financiers générant des frais comme les banques commerciales ordinaires ; en plus, elles peuvent agir en tant que banque d'investissement (*investment house*), investir

¹⁰⁷ Dobson, W and Jacquet, P. (2004), « Financial Services Liberalization in the WTO », *Institute of International Economics*, pp. 3-15.

¹⁰⁸ Background paper for ASEAN Finance Minister Meeting, 2005 (ASEAN-Fin-minister-Ph).

dans des activités en dehors de leur secteur et peuvent détenir jusqu'à 100% des actions d'une banque *thrift*, une banque rurale. Dans le cas des banques universelles cotées en bourse, elles ont le droit de détenir jusqu'à 100% des actions avec droit de vote (*voting stock*) d'une autre banque universelle ou une d'autre banque commerciale¹⁰⁹.

Les banques, qui dominent le secteur des institutions financières aux Philippines, comptent environ 80% du total des actifs à fin décembre 2005¹¹⁰. Les banques commerciales seules détiennent presque 60% des actifs des institutions financières (Tableau 5).

Institution financière	Actif total		Nombre d'institutions	Nombre d'agences
	Milliard de pesos ¹¹¹	% du total actif		
La banque centrale	1 135,9	22	1	0
Les banques commerciales	3 070,5	59	44	4 276
Les banques <i>thrifts</i>	259,0	5	104	1 247
Les banques rurales	73,8	1	781	1 193
Les institutions non bancaires ^a	556,3	13	5 391	1 247
Total	5 225,5	100	6 124	11 109

a : incluant les banques d'investissement, les compagnies financières, les maisons de courtage, etc.

Tableau 5. La structure et le poids des institutions financières, décembre 2005

Source : Rapport mensuel de la Bangko Sentral ng Philipinas, 2005

En 2005, il y avait 13 banques étrangères avec leurs succursales et 8 succursales de banques étrangères exerçant leurs activités aux Philippines. Les principaux acteurs sont la *Citibank*, *Bank of America*, *Standard Chartered Bank*, *Deutsche Bank*, *ABN-AMRO* et *HSBC*. Les succursales appartiennent à des banques étrangères et représentent 15% des ressources totales du système bancaire philippin¹¹² (Tableau 3).

Le système bancaire philippin est très concentré et plusieurs analystes pensent que le *spread* élevé entre le taux débiteur et créancier impose un coût élevé à l'économie. Les banquiers prétendent que l'inefficacité du système de taxe sur les documentations et le niveau élevé des réserves obligatoires statutaires sont responsables de ce *spread* élevé¹¹³.

Durant les trois dernières années, le nombre des crédits non-performants (*NPLs*) a augmenté légèrement, reflétant la faiblesse de la croissance économique. Le ratio de crédits non-performants était de 18,7% en 2005 pour les banques commerciales, de 12%

¹⁰⁹ Bangko Sentral ng Philipinas (BSP) : rules on banking investment, 2002. <http://www.bsp.gov.ph/regulations>

¹¹⁰ Rapport mensuel de la Bangko Sentral ng Philipinas, 2005 (BSP-RM).

¹¹¹ Le rapport du 3e trimestre de la Bangko Sentral ng Philipinas, 2005 (BSP-3e).

¹¹² Gochoco, M. (2004), « The past performance of the Philippine banking sector and Challenges in the post crisis period in Rising to the Challenge in Asia », *Asian Development Bank*, pp. 28-46.

pour les banques *thrifts* et de 15% pour les banques rurales (BSP-3e, 2005)¹¹³.

Les principales institutions financières non-bancaires sont les compagnies financières et les banques d'investissement, qui exercent les activités quasi bancaires. Les compagnies financières participent largement aux activités de crédit à la consommation, et plus récemment elles ont été autorisées à exercer des transactions sur titres et du financement hypothécaire.

5.2. Les marchés des capitaux

Le marché obligataire des Philippines est mieux développé par rapport à plusieurs autres pays de l'ASEAN, mais l'émission des obligations privées est encore faible. Le marché obligataire est dominé par l'émission des obligations de l'Etat, particulièrement les obligations du trésor (*Treasury Bonds and Notes*), avec une maturité jusqu'à 7 ans. Environ 50% des encours en titres de l'Etat sont sous forme d'obligations du trésor (*Treasury Bonds*) avec une maturité de moins d'un an. Les obligations sont aussi vendues par les banques étatiques et d'autres sociétés détenues par l'état (*government-owned corporations*). Certaines compagnies privées de premier ordre (*blue-chip private companies*) avaient émis des obligations pour collecter des ressources, mais la plupart des entreprises privées sont financées par les banques ou le marché boursier. Seules quelques collectivités territoriales ont émis des obligations, les plus connues étant les *Cebu Equity-Bond Units*, émises en 1991 par le gouvernement provincial de Cebu (ASEAN-Fin-minister-Ph, 2005)¹¹⁴.

Les transactions des obligations d'état sont en accroissement depuis 1998, et les transactions s'effectuent par téléphone à travers des négociants de titres d'état agréés. (*Government Securities Eligible Dealers*). Les investisseurs importants dans les titres du gouvernement sont la banque centrale des Philippines, les banques commerciales, les *trust funds*, les compagnies d'assurance, et autres institutions d'investissement. L'investissement le plus important est la sécurité sociale (*Social Security*), le système d'assurance des services gouvernementaux (*Government Service Insurance System*), et le *Retirement and Separation System of the Armed Force*. Ces institutions ont tendance à acheter des obligations avec l'intention de les garder jusqu'à l'échéance¹¹⁵.

Les deux marchés boursiers des Philippines sont le marché boursier de Manille (*The Manila Stock Exchange*) créé en 1927 et le marché boursier de Makati (*The Makati Stock Exchange*) créé en 1963, qui ont fusionné en 1992. Il y avait 232 sociétés cotées en bourse en 2005, dont 2 sociétés étrangères. Moins de 100 compagnies parmi les 1000 plus grandes sociétés des Philippines sont cotées en bourse¹¹⁶.

¹¹³ op. cit., pp. 14-21.

¹¹⁴ op. cit., pp. 25-37.

¹¹⁵ Wells S. (2004), « Solid Crust with soft centre : A problem of enforcement in the Philippines Capital Market in Rising to the Challenge in Asia: A study of financial markets », *Asian Development Bank*, Vol. 10.

¹¹⁶ The 3rd *quarterly report* of SEC-Philippines, 2005.

Le Dépôt central de titres des Philippines (*The Philippine Central Depository-PCD*), établi en mars 1995, fournit le système de règlement de titres (*The securities settlement system*) pour les deux instruments de dettes et d'actions. La chambre de compensation de titres des Philippines (*The Securities Clearing Corporation of the Philippines-SCCP*) joue le rôle de coordinateur des règlements, et de gestionnaire des transactions des courtiers en titres. Il est aussi une agence de règlement-livraison du marché boursier.

5.3. Le système de contrôle et de régulation

La *Bangko Sentral ng Philipinas (BSP)* est une banque indépendante créée par la nouvelle loi de la banque centrale en 1993 (*The New Central Bank Act*). La banque est dirigée par un conseil monétaire (*Monetary Board*) composé d'un gouverneur de la banque, de représentants du gouvernement, et de deux représentants du secteur privé. La BSP est responsable de la mise en place de la politique monétaire et du contrôle et de la supervision du secteur financier. La banque décide des obligations pour la création d'une banque, y compris les réserves obligatoires et les règles de détention des actions (Tableau 3).

Le ratio d'adéquation (*The capital adequacy ratio*) du système bancaire était de 16,6% à fin 2004, ce qui est plus élevé que le niveau minimum de 8% recommandé par l'Accord de capital de Bâle (*The Basle Capital Accord*)¹¹⁷. La BSP avait introduit un ratio obligatoire fondé sur les risques (*risk-based capital adequacy requirement*) pour les banques. Cette nouvelle mesure est une importante étape pour amener la qualité de supervision prudentielle des autorités proche de la norme internationale définie par le comité de Bâle (*The Basle committee*)¹¹⁸.

Les compagnies financières sont réglées et supervisées par la banque centrale des Philippines et la Commission des opérations de bourse des Philippines. Les compagnies d'assurance sont supervisées et réglées par la Commission de l'assurance (*The Insurance Commission*) qui est responsable de l'agrément des nouvelles licences.

La Commission des opérations de bourse (*The Securities and Exchange Commission-SEC*) a été créée en 1936 pour superviser le marché boursier et les activités des courtiers et négociants des actions. Depuis 1975, la commission est responsable des enregistrements et des règlements des billets de trésorerie (*commercial paper*). En pratique, les activités de la commission ont jusqu'à maintenant été plus concentrées sur l'enregistrement que sur le règlement.

Conclusion Section 1

Les systèmes bancaires des principaux pays de l'ASEAN sont fondés sur les banques commerciales locales (sauf Singapour, qui est dominé par les banques étrangères), ce

¹¹⁷ Reyes A. (2004), « The Philippine Banking Industry: Competition and consolidation », in *BIS, The Banking industry in the emerging market economies, Bank of International Settlements*.

¹¹⁸ Cité dans le 2e rapport trimestriel de la BSP, 2003, p. 37.

qui est illustré par la présence massive des banques locales avant la crise financière. Le système de régulation pour la Malaisie et les Philippines ressemble à celui des Etats-Unis, la Thaïlande ressemble au système de banque universelle d'Allemagne, tandis que l'Indonésie est plus strictement contrôlée par l'Etat.

Les systèmes bancaires des principaux pays de l'ASEAN se sont rétablis assez vite après avoir été touchés fortement par la crise financière en 1997. Mais ces systèmes bancaires restent encore fragiles avec les problèmes de créances non-performantes, la transparence de la gestion bancaire et les problèmes de confiance dans le système bancaire.

Parmi les principaux pays, ce sont Singapour et la Malaisie qui ont les systèmes bancaires les plus solides (Singapour dominé par les banques étrangères, et la Malaisie dominée par les banques locales, plus protégées). Mais en Malaisie et en Thaïlande, les systèmes bancaires reposent beaucoup plus sur quelques grandes banques locales privées, contrairement à l'Indonésie où les banques commerciales étatiques dominent le marché bancaire.

Dans les marchés financiers des principaux pays de l'ASEAN, le marché boursier est plus développé par rapport aux autres marchés comme le marché obligataire et le marché des produits dérivés. La crise financière de 1997 a fortement touché le marché boursier (à l'exception de Singapour qui a des marchés de capitaux bien développés et solides, et les Philippines qui n'ont pas été trop touchées). Ces marchés sont volatiles et moins liquides, ce qui reflète la faiblesse du marché boursier des principaux pays de l'ASEAN. Or, les instruments financiers pour couvrir les risques sur les marchés des produits dérivés sont également limités.

Avant la crise financière, le marché obligataire était très peu développé en Indonésie, et le marché secondaire était quasiment non liquide. Après la crise financière, les principaux pays ont adopté des programmes de développement du secteur financier. Dans ces programmes, le développement du marché obligataire est important et prioritaire, avec l'objectif de collecter des ressources stables à long terme pour financer l'économie. Parmi les pays principaux, c'est l'Indonésie qui a connu le taux d'accroissement de la taille du marché obligataire le plus élevé après la crise 1997, suivi par la Thaïlande. Cela s'explique par le niveau assez bas de développement des marchés obligataires de ces deux pays avant la crise

Nous verrons dans la Section 2 les systèmes financiers des pays de l'ASEAN-5. Les systèmes financiers de ces pays sont principalement caractérisés par l'absence de marchés de capitaux, ou l'on considère ces marchés comme inactifs. Et les systèmes bancaires sont également peu développés. Nous abordons aussi les systèmes de contrôle et de régulation.

Section 2. Les systèmes financiers des pays de l'ASEAN-5

Les pays de l'ASEAN-5 (A l'exclusion des 5 principaux pays de l'ASEAN : Singapour, la Malaisie, la Thaïlande, l'Indonésie, et les Philippines), sont la Birmanie, le Brunei, le Cambodge, le Laos et le Vietnam). Mais le problème du Cambodge sera présenté en cas particulier dans le chapitre 2

Les systèmes financiers des pays de l'ASEAN-5 sont caractérisés par une transition d'un système mono-bancaire à un système bancaire à deux niveaux (sauf Brunei). Les systèmes financiers de ces pays sont dominés par des secteurs bancaires sous-développés, où les marchés financiers sont inexistant ou inactifs.

La micro-finance et le financement informel jouent un rôle important pour le financement dans la zone rurale. Les financements de l'investissement viennent majoritairement des ressources extérieures et de l'aide publique au développement des pays donateurs. Le manque de confiance dans les systèmes financiers locaux fait que les épargnes intérieures sont dirigées vers l'étranger.

Et ces pays sont aussi caractérisés par la dollarisation élevée de leur système bancaire, et aussi de leur économie. Ces pays sont pauvres, avec un niveau de vie très bas, et l'épargne est aussi faible, à l'exception de Brunei. Grâce à la richesse de ses ressources naturelles en pétrole et en gaz, le niveau de vie est élevé, et même plus élevé que certains des principaux pays de l'ASEAN. Dans cette Section, nous présentons le système financier du Vietnam, du Laos, de la Birmanie, et de Brunei.

§1. Le système financier vietnamien

L'économie du Vietnam a connu des taux de croissance économique élevés grâce à la politique de réforme (*Doi Moi*¹¹⁹). La part de l'agriculture dans l'économie a baissé parallèlement à l'augmentation rapide des activités manufacturières, industrielles, et de services. Les exportations croissent également très rapidement avec le soutien de l'investissement national, une épargne nationale élevée, et des entrées massives d'investissements directs de l'étranger. Le système financier est en train de se développer pour offrir des services financiers au secteur industriel en expansion. Le volume de crédits absorbés par les entreprises publiques a baissé, mais représente toujours environ 44% du crédit total du système bancaire à fin décembre 2005¹²⁰ (Tableau 6).

¹¹⁹ *Doi Moi* en vietnamien, c'est-à-dire la réforme.

¹²⁰ Le rapport mensuel de la Banque d'Etat du Vietnam, 2005.

Indicateur	Unité	Vietnam	Cambodge	Birmanie	Laos	Brunei	Moyenne de l'ASEAN
Population	Millions	79,5	13,3	51,14	5,4	0,345	33
PIB	Milliards \$	12900	1796	6500	1,75	4000	40,554
PIB par habitant	en \$	390	249	125	260	12295	4,046
Part de l'agriculture dans le PIB	% PIB	23	39	52,2	51	0,2	21
Part du travail dans agriculture	%	62,6	31	64,8	85	n.a	34
Part de l'exportation dans le PIB	% PIB	44,4	51	0,5	18,9	177	74
Commerce extérieur (exp. - imp.)	% PIB	2,3	1,8	0,1	11,3	76	11
Investissement Direct Etranger	Milliards \$	2114	115	301	25,9	n.a	2,186
Part du IDE dans investissement	%	18,6	19	0,7	14,2	n.a	10
Investissement sur PIB	% PIB	29,5	18	11,1	75	n.a	21
Surplus de « Epargne-Invest. »	% PIB	1,7	-6,3	-6,08	0	n.a	6

Tableau 6. Les indicateurs économiques des pays l'ASEAN-5, 2005*

Source : ADB Key Indicators, and countries report for ASEAN Finance Minister Meeting. * fin premier semestre 2005 ; Récapitulation par l'auteur

Le système financier du Vietnam se situe au niveau de la moyenne des systèmes financiers des pays de l'ASEAN. Le crédit privé est relativement bas, et le crédit bancaire est la source principale de financement de l'économie comme dans la plupart des autres pays de l'ASEAN (Tableau 6).

Indicateur	Unité	Vietnam	Cambodge	Birmanie	Laos	Brunei	Moyenne de l'ASEAN
Taux de croissance du crédit	% pa	21,6	4,6	47,7	38,7	23,4	16,3
Crédit domestique en cours	% PIB	41,2	7,5	11,6	9,1	42,2	57,7
Crédit gouvernemental	% PIB	2,1	0,1	0,6	0,4	23,3	7,4
Crédit privé	% PIB	39,0	7,4	8,6	8,7	60,1	47,8
Dépôts du système bancaire	% PIB	41,4	12,5	13,3	16,1	98,3	39,5
% dépôts à vue sur total dépôts	%	22,1	2,0	25,0	10,3	37,8	16,4
Taux créancier	% pa	9,4	16,5	16,1	26,2	5,5	12,5
Taux débiteur	% pa	5,3	4,4	11,0	6,5	n.a	5,5
Capitalisation boursière	% PIB	0,9	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Capitalisation obligataire	% PIB	11,4	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Instruments du marché monétaire	% PIB	4,3	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Crédits non-performants	% crédit	n.a	8,4	n.a	33,2	15	14,0

Tableau 7. Les indicateurs financiers des pays de l'ASEAN-5, 2005*

Source : ADB Key Indicator and Countries report for ASEAN Finance Minister Meeting, * fin premier semestre 2005; Récapitulation par l'auteur.

1.1. Le secteur bancaire

Le système bancaire vietnamien est dominé par quatre banques étatiques, la banque du commerce extérieur (*Vietcombank*), la banque industrielle et du commerce (*Incombank*), la banque de développement agricole et rural, et la banque pour l'investissement et le développement. Ces quatre banques représentaient 74% du crédit total à fin décembre

2005¹²¹. En plus, il a aussi deux banques étatiques de plus petite taille, la banque de développement du logement pour le Delta du Mékong (*Housing Development Bank for the Mekong Delta*) et la banque de politique sociale (*The Social Policy Bank*).

En 2005, il y avait 39 banques privées de dépôts (*The private sector joint stock banks*) qui occupent 15% du marché de crédit (SBV-RM, 2005)¹²². La politique de consolidation sous la direction de la banque d'Etat du Vietnam (la banque centrale) a été mise en place pour promouvoir la fusion des petites banques dans l'objectif de réduire à 25 le nombre des banques de dépôts et aussi pour une question d'efficacité¹²³ (Tableau 8).

La participation de l'étranger se fait à travers des « *joint venture* » avec les succursales des banques étrangères. En 2005, il y avait 4 *joint venture*, avec 27 succursales de banques étrangères et 41 bureaux représentant des banques étrangères (SBV-3e, 2005)¹²⁴. Les banques de *joint venture* ont été créées avec les banques étatiques, la banque *Viasiam* (Vietnam et Thaïlande), la banque *Indovina* (Vietnam et Indonésie), la banque *First Vina* (Vietnam et la Corré du sud), et la banque *VID Public* (Vietnam et Malaisie).

1.2. Les institutions non bancaires

Les institutions financières non-bancaires comme les compagnies financières et les sociétés de crédit-bail sont agréées pour exercer certaines activités bancaires, mais ne sont pas autorisées à recevoir les dépôts bancaires ni à proposer des services de paiement. En 2005, il y avait 7 compagnies financières et 8 compagnies de crédit-bail¹²⁵.

La plus grande partie de la population vietnamienne vit dans les zones rurales. Il existe plus de 900 fonds proposés par le crédit coopératif, la banque vietnamienne pour l'agriculture, la banque de développement rural, la banque de politique sociale et les institutions de micro-finance gérées par les ONG. À fin septembre 2005, l'étude sur le niveau de vie des Vietnamiens montre que 73% des ménages ont utilisé les crédits informels. 40% du crédit total au ménage provient des membres de famille, des amis et des voisins, 35% provient des prêteurs particuliers (*moneylenders*), ce qui laisse seulement 25% provenant des banques officielles et des autres sources¹²⁶. Le crédit informel a baissé considérablement durant la dernière décennie.

Actuellement, il y a 3 compagnies d'assurance étatiques, 3 compagnies de *joint*

¹²¹ Le rapport mensuel de la banque centrale vietnamienne, 2005 (SBV-RM).

¹²² op. cit., p. 25.

¹²³ Le rapport du 3e trimestre de la banque d'Etat du Vietnam, 2005.

¹²⁴ op. cit., pp. 24-29.

¹²⁵ Le rapport du 2e trimestre de la direction financière du ministère des finances, 2005.

¹²⁶ Institut National de Statistique du Vietnam, 2005, pp. 21-48.

, 5 compagnies de *joint venture*, et 2 succursales étrangères qui offrent des services d'assurance générale au Vietnam. Pour l'assurance-vie, il existe 1 compagnie étatique, 32 compagnies d'assurance-vie sous forme de joint-venture, et 3 succursales étrangères. Il existe aussi une compagnie de réassurance étatique, et des courtiers de services d'assurance. Plus de 40 bureaux représentant des compagnies étrangères et 6 sociétés de courtage sont présentes au Vietnam¹²⁷.

1.3. Les marchés de capitaux

Le marché boursier du Vietnam fut créé en 2001 à Ho Chi Minh Ville. 21 sociétés sont actuellement cotées sur ce marché boursier. Il n'existe pas encore de banque de dépôt cotée sur le marché boursier vietnamien, qui est dans sa phase préliminaire de développement avec un seul centre de transactions boursières (*Stock Trading Center*) à Ho Chi Minh Ville¹²⁸.

La commission des opérations de bourse du Vietnam (*The State Securities Commission-SSC*) est une entité du gouvernement vietnamien, qui est chargée de régler et de contrôler le marché des titres, y compris l'agrément des licences pour faire des émissions des titres, pour faire des transactions et proposer des services financiers. Elle est aussi chargée d'inspecter les sociétés concernées par les activités de titres, et exerce des activités anti-fraudes. Les étrangers sont admis à acheter et vendre les titres dans la limite de leur *holding* étranger (30%)¹²⁹.

1.4. Le système de contrôle et de réglementation

La banque de l'Etat du Vietnam (*The State Bank of Viet Nam-SBV*) est la banque centrale, responsable de l'administration des opérations bancaires et monétaires de l'Etat. La SBV exerce un pouvoir sur les opérations bancaires et a le pouvoir d'émettre des règlements sur le marché des changes, les opérations bancaires, l'agrément ou la révocation des licences des institutions de crédit, l'autorisation de liquidation et de fusion, l'inspection et le contrôle des opérations de crédit¹³⁰. La SBV refinane aussi les banques et joue le rôle de prêteur en dernier ressort (Tableau 8).

Le système de dépôt assurance fut établi en novembre 1999. À présent il compte 1037 membres et il est obligatoire pour les institutions qui reçoivent les dépôts en dong¹³¹ vietnamien. Les devises étrangères ne sont pas couvertes comme dans les autres pays.

¹²⁷ Le rapport du 3e trimestre de la direction de l'assurance, ministère des finances, 2005.

¹²⁸ Le rapport d'activité du 3e trimestre de la *State Securities Commission*, 2005.

¹²⁹ Levine J. (2004), « Viet Nam's Stock Exchange, International Market Insight », *Expert for the Viet Nam Stock Exchange*, The Viet Nam Stock Exchange.

¹³⁰ Lee, M. T. (2003), « Reforming Viet Nam's Banking System : Learning from Singapore's Model », *Working Paper*, Institute of Southeast Asian Studies, N.^o 22.

¹³¹ Le Dong est la monnaie nationale du Vietnam.

Le maximum couvert est 30 millions de dong (soit 1900 dollars)¹³².

Camodge	Vietnam	Laos	Rémanie	Brunei
1. Le secteur bancaire La banque nationale du Cambodge 1 banque commerciale étatique -11 banques commerciales privées étrangères 3 succursales des banques étrangères -1 bureau représentant 1 banque étrangère	1. Le secteur bancaire La Banque de l'Etat du Vietnam 4 banques commerciales étatiques -2 banques de politique sociale et développement 19 banques privées commerciales (jouant rôle) 4 banques privées étrangères 17 succursales des banques étrangères 41 bureaux représentant des banques étrangères	1. Le secteur bancaire La banque centrale du Laos 3 banques étatiques 1 banque privée -2 banques joint-venture (CB-Laos, et Lao-Lao) 6 succursales de banques étrangères 2 banques sectorielles étrangères	1. Le secteur bancaire La ministère des finances et des revenus \Rightarrow La banque centrale 4 banques étatiques -10 banques privées étrangères 7 banques partiellement étrangères -1 projet de banque à l'international 22 bureaux représentant des banques étrangères	1. Le secteur bancaire La ministère des finances 3 banques commerciales locales (7 privées et 1 étatique) 6 banques commerciales étrangères
2. Institutions non bancaire La banque nationale du Cambodge -1 banque commerciale étrangère 2 banques commerciales privées -11 institutions de micro-financement -11 FNG et associations émergentes pour les crédits ruraux -60 ONG non-gouvernementales	2. Institutions non bancaire Le ministère des finances et la banque de l'Etat du Vietnam 7 compagnies financières -8 compagnies de crédit local -900 succursales de crédit village (Les village crédit concurrence) -Lao Women's Union	2. Institutions non bancaire La banque centrale du Laos -1 institution d'épargne publique 2 crédits coopératifs -1690 succursales de crédit village (Les village crédit concurrence) -Lao Women's Union	2. Institutions non bancaire La ministère des finances et des revenus \Rightarrow La banque centrale -2 compagnies financières, 1 étrangère et 1 privée -3 crédits coopératifs avec des micro-fond pour la micro-financé -un certain nombre d'ONG pour la micro-financé	2. Institutions non bancaire La ministère des finances 3 compagnies financières 1 société de titres -23 bureaux de change -14 bureaux de transfert de fonds internationaux
3. Assurance et fonds pension Le ministère de l'économie et des finances 1 compagnie d'assurance générale étrangère -2 compagnies d'assurance privées étrangères 1 compagnie de réassurance de l'assurance -2 fonds de pension (1 militaire et 1 civil) Un certain nombre de fonds de pension des employeurs	3. Assurance et fonds pension Le ministère des finances 5 compagnies d'assurance étrangères (3 générales, 1 vie, 1 réassurance) -2 joint-venture (2 privées) et 31 vie -4 fonds de pension -4 compagnies (2 générales, 1 vie, 1 retraite)	3. Assurance et fonds pension Le ministère des finances et des revenus 1 compagnie d'assurance étrangère (monopole pour 3 ans) -4 fonds de pension du gouvernement	3. Assurance et fonds pension Le ministère des finances et des revenus -1 compagnie d'assurance étrangère avec 18 succursales -2 bureaux représentant des compagnies étrangères -1 fonds de pension pour le gouvernement des fonds privés exécuté mais pas de réglementation	3. Assurance et fonds pension Le ministère des finances 21 compagnies d'assurance (10 locales, 11 étrangères, 1 Brunei) -1 fonds de pension pour les employés
4. Les marchés de capitaux Projets de loi : Le ministère de l'économie et des finances \Rightarrow La Commission des opérations de bourse (MEO)	4. Les marchés de capitaux State Securities Commission -1 Lao Stock Exchange (21 entreprises cotées)	4. Les marchés de capitaux Le ministère des finances et des revenus Il n'existe pas de marchés de capitaux mais l'Etat émet les titres de billets pour financer les dépenses.	4. Les marchés de capitaux Le ministère des finances et des revenus -Mekong Securities Exchange Centre, Co., Ltd	4. Les marchés de capitaux Le ministère des finances -Bourse de change international Brunei Exchange (BEX)
Il n'existe pas de marchés de capitaux.				

Tableau 8. Les systèmes financiers et de contrôle et réglementation des pays de l'ASEAN-5, 2005

Source : L'auteur

§2. Le système financier laotien

La République démocratique de Laos (*The Lao People's Democratic Republic*) a une économie principalement basée sur l'agriculture. La difficulté du commerce international est causée par l'absence de port maritime et un niveau élevé d'importation avec les pays voisins. Les exportations et importations du pays sont l'hydroélectricité, les minéraux, le

¹³² McLaughlin, M. and Russell, N.(2004), « Banking and Finance in Viet Nam », in *Banking and Finance Yearbook, International Financial Law Review*. <http://www.mekongresearch.com>

textile et le tourisme. Malgré la baisse significative de la part des entreprises étatiques avec la politique de privatisation, elles restent les acteurs principaux du système bancaire laotien. Ces entreprises étatiques sont aussi responsables d'une grande partie des crédits non-performants. L'économie laotienne est lourdement dollarisée avec un dépôt bancaire en devises étrangères de plus de 70% de l'actif bancaire¹³³ (Tableau 6). Les indicateurs financiers (Tableau 7) montrent que le Laos a un niveau très bas d'encours en crédit domestique et dépôt bancaire.

2.1. L'histoire du système bancaire

En 1988, le système bancaire laotien s'est transformé d'un système mono-bancaire, s'inspirant du système de l'ex-Union Soviétique où tout le système bancaire y compris les activités commerciales étaient gérées par l'Etat, en un système bancaire à deux niveaux. L'adoption de ce système résulte de la création d'une banque centrale, la banque de Laos (*The Bank of Laos PDR*) et celle de plusieurs banques commerciales étatiques. La réforme est soutenue par la banque asiatique de développement (ADB), qui fournit un programme d'assistance technique pour le développement du secteur financier en développant le cadre légal et réglementaire conformément au système financier basé sur le marché¹³⁴.

En 1994, le gouvernement a recapitalisé les banques commerciales étatiques pour éliminer les crédits non-performants qui sont l'héritage du système mono-bancaire. En 1998, les 7 banques étatiques ont fusionné pour en créer 3 nouvelles. En 1996, la banque de développement asiatique a octroyé un crédit de 25 millions de dollars pour accélérer le processus de transition du système financier mono-bancaire de type plan centralisé à une économie de marché (ADB, 1996)¹³⁵.

2.2. Le secteur bancaire

Le système bancaire laotien est dominé par les crédits non-performants et caractérisé par une gestion bancaire défaillante. Entre 30% à 70% des crédits des différentes banques sont non performants, et ces crédits ne représentent qu'environ 3% du PIB. Les entreprises étatiques détiennent plus de 70% du total des crédits non-performants à la fin du troisième trimestre 2005¹³⁶.

Les banques et autres opérateurs dans le système bancaire sont sous la contrôle de la Banque de Laos (*The Bank of Laos*). En 2005, le système bancaire laotien comprenait (ASEAN Fin-minister-Laos, 2005)¹³⁷ :

¹³³ Laos Country Paper for ASEAN Finance Minister Meeting, ASEAN Secretariat, 2005.

¹³⁴ Cité dans le mémorandum d'« ADB Lends USD 25 Millions for Financial Development Program in Lao », 1996.

¹³⁵ op. cit..

¹³⁶ Asian Development Bank, *Asia Economic Monitor*, Country Chaper-Laos, 3e trimestre 2005. <http://www.adb.org>

¹³⁷ op. cit., pp. 5-9.

- 3 banques commerciales étatiques (la banque pour le commerce extérieur du Laos-BCEL, la banque *Lane Xang-LXB*, la *Lao May Bank* (LMB)).
- 6 succursales des banques étrangères (5 thaïlandaises, 1 malaisienne)
- 2 banques *joint venture* (la banque *Lao-Vietet* la banque *Thai-Lao*)
- 1 petite banque privée (Tableau 8).

Il y a également une banque étatique spécialisée, la banque commerciale pour l'agriculture (*The Agriculture Commercial Bank*), qui n'est pas soumise au même niveau de réglementation bancaire (*prudential regulation*) que les banques commerciales.

À fin décembre 2005, l'actif bancaire total des banques commerciales était de 2878 milliards de kipsai¹³⁸ (soit 0,2 milliard de dollars), et les banques commerciales étatiques en représentaient 75% (seule la banque pour le commerce extérieur-BCEL détient 45%, et 57% des dépôts sont en devises)¹³⁹.

Les résidents peuvent avoir des comptes bancaires en devises et les banques aussi peuvent octroyer des crédits en devises. Les crédits non-performants sont courants, les obligations de remboursement ne sont pas bien appréhendées et peu de banques peuvent compter sur la reprise des garanties en cas de défaillance de remboursement. Ce dernier a des impacts sur le comportement de l'épargne de ménages dans le système bancaire domestique. Il y a aussi un fond de protection des déposants auquel les 3 banques étatiques ont également participé, mais la capacité de protection n'est pas encore connue¹⁴⁰.

Les crédits sont difficiles à obtenir pour les entreprises domestiques et les maturités de crédits sont entre 1 an à 3 ans. Le secteur privé laotien détient environ 15% du crédit total. La plupart des prêts à long terme dans l'économie sont des crédits d'aide de l'agence officielle de développement (*Official Development Assistance-ODA*) du gouvernement dans le but de développer les infrastructures et de soutenir la réforme structurelle¹⁴¹.

2.3. Les institutions non-bancaires et la micro-finance

Il y a un fonds de pension du gouvernement pour les employés, lequel est géré par le ministère du travail, et une compagnie d'assurance qui fournit les services d'assurances vie et d'assurance générale. Cette compagnie d'assurance est une société française qui détient un contrat de monopole pendant 5 ans avec le gouvernement. Le contrat est

¹³⁸ Le Kip est la monnaie nationale du Laos.

¹³⁹ Le rapport mensuel de la banque centrale du Laos, 2005 (BCL-RM).

¹⁴⁰ La banque centrale du Laos (2004): Press release on promoting Banking Sector Reform and Improved Governance in Lao PDR (cité dans le rapport du premier trimestre 2004 de la banque centrale).

¹⁴¹ Mékong Project Development Facility-MPDF (2004), « The New ASEANs: Vietnam, Burma, Cambodia and Lao », Commissioned by ADB.

valable encore un an, et après la fin du contrat, le marché sera ouvert aux compagnies étrangères¹⁴².

Du fait d'un manque de pénétration du système bancaire dans la zone rurale, le gouvernement a établi une institution d'épargne postale il y a plusieurs d'années. Elle reçoit les dépôts et octroie les petits crédits aux membres pour l'investissement comme le logement et l'éducation¹⁴³. Cette institution est encore très petite et il est difficile de savoir si elle deviendra une institution importante pour mobiliser l'épargne rurale.

Il existe aussi 2 crédits coopératifs licenciés et un certain nombre d'institutions de micro-finance. Certaines institutions sont supervisées par la banque centrale et d'autres par les autorités locales. La plupart sont soutenues financièrement et techniquement par les donateurs internationaux. Comme 92% de la population vivent dans zones rurales, le système de micro-finance et de finance informelle hors du système bancaire contrôlé par l'Etat représente une source importante de financement pour les petits commerces et les familles (Seibel H. D. and Kunkel C. R., 2004)¹⁴⁴.

En 2005, il y avait 1650 associations de crédit village du Laos (*Lao Village Credit Associations*), y compris les crédits coopératifs qui sont largement financés par les donateurs ONG. On trouve aussi une Union des femmes laotIennes (*Lao Women's Union*) qui est une organisation de plus de 650 000 femmes (BCL-RM, 2005)¹⁴⁵.

Il n'existe pas encore un marché financier formel au Laos, mais un programme de développement de ce type du marché est en voie de création. La banque centrale du Laos organise périodiquement des ventes aux enchères de billets de trésorerie (*treasury bill auctions*) dont la plupart sont utilisés pour financer les déficits. Les billets de trésorerie sont vendus seulement par les banques étatiques et opèrent donc comme un mécanisme de transfert de dette.

2.4. Le système de contrôle et de réglementation

Le Décret bancaire permet à la Banque centrale du Laos de superviser et de réguler l'activité des banques, les autres institutions financières et les marchés de capitaux. Mais le problème le plus important est l'efficacité dans la gestion des affaires de la banque centrale, en particulier, le contrôle bancaire et le renforcement de l'application des lois sur les normes de crédit. Le ministère des finances ne supervise que les compagnies d'assurance (Tableau 8)¹⁴⁶.

¹⁴² Le rapport pour la réunion sur la libéralisation financière des pays de l'ASEAN, la direction de l'assurance du ministère des finances, 2005.

¹⁴³ Seibel, HD and Kunkel, C. R. (2004), « Microfinance in Laos : A case for Women's Banking », *University of Cologne Research paper*.

¹⁴⁴ op.cit., p. 17.

¹⁴⁵ op. cit., p. 23.

§3. Le système financier de la Birmanie

La Birmanie a transformé son économie vers une économie de marché en 1988 et a institué une politique d'ouverture (*open door policy*) en 1989. Avant la crise financière asiatique, la Birmanie attirait des flux importants d'investissements régionaux dans les secteurs des minéraux, du pétrole, du gaz, et également dans les secteurs manufacturiers et le tourisme. La situation politique birmane engendre la limitation du commerce extérieur et la suspension des assistances multilatérales. Récemment, la Birmanie a été classée au second rang des pays à investissements risqués (l'Irak occupant la première place)¹⁴⁷. Le PIB de la Birmanie est principalement généré par le secteur privé pour environ 75%, et le gouvernement birman exerce un contrôle fort sur les différents secteurs, incluant le secteur financier¹⁴⁸. Les principaux indicateurs économiques sont présentés dans le Tableau 6.

Le secteur financier birman est encore en phase préliminaire de développement. Les premières bases d'un système financier moderne furent établies en 1990 avec l'adoption de trois lois essentielles sur les activités financières. Les banques privées sont autorisées depuis 1992 et détiennent actuellement la plupart des dépôts bancaires. Le contrôle des capitaux et du change sont très stricts. Cette restriction menée par la banque centrale de la Birmanie a pour objectif de limiter les transactions sur les services financiers, car son système financier est encore fragile¹⁴⁹.

3.1. L'histoire du système financier birman

L'histoire du développement du système financier birman a commencé avec l'administration du général Ne Win (1960-70). Sous ce régime, le gouvernement avait tendance à pousser le pays vers un système économique socialiste du type de l'ex-union soviétique. En 1975 ce système a été transformé avec la création des banques commerciales étatiques, et la séparation de la banque centrale du secteur bancaire commercial.

Depuis 1988, le Conseil de l'Etat sur la restauration de l'ordre public (*The State Law and Order Restoration Council-SLORC*) a commencé une nouvelle vague de libéralisation, qui a réalisé¹⁵⁰ :

¹⁴⁶ Lao, PDR, « Decree of the Council of Ministers pertaining to the management and Operations of Commercial Banks and Financial Institutions », 2000.

¹⁴⁷ Turnell S. (2004), « Reforming the Banking System in Burma: A Survey of the Problems and Possibilities », *for ASEAN Secretariat*.

¹⁴⁸ op. cit., pp. 13-21.

¹⁴⁹ FMI (2004), « Myanmar Recent Economic Developments », *IMF Staff Country Report*, N.º 04/145, Washington D.C.

¹⁵⁰ Myanmar-Background Paper on Financial Services Liberalization, *Working Group Meeting*, The ASEAN Secretariat, 2003.

- La loi bancaire en 1990 qui s'applique actuellement ; et
- L'établissement d'un programme de réformes en trois phases administré par la banque centrale avec les objectifs suivants :
 - Permettre aux banques privées locales et aux banques étrangères d'ouvrir leurs bureaux de représentation.
 - Permettre aux banques locales sélectionnées par la banque centrale d'effectuer des *joint venture* avec les banques étrangères.
 - Permettre aux banques étrangères d'exercer leurs activités bancaires en leur garantissant des droits.

À présent, la première phase du programme de réforme, qui a réalisé un certain progrès, est achevée, et la deuxième phase a commencé avec les premières *joint venture*¹⁵¹.

3.2. Le secteur bancaire

Le Tableau 7 montre les indicateurs financiers de la Birmanie. Les dépôts du système bancaire birman représentent 13,3% du PIB et le crédit bancaire représente quant à lui 11,6% du PIB en 2005¹⁵². À présent, le système bancaire birman est composé de 24 banques commerciales, dont 4 banques étatiques de développement, 13 banques commerciales privées locales, et 7 banques commerciales mixtes état/privé ; il existe 22 bureaux représentant des banques étrangères qui n'ont toutefois pas d'activités bancaires (BCB-3e, 2005)¹⁵³ (Tableau 8). Les 4 banques étatiques sont :

- La banque économique de Birmanie (*Myanmar Economic Bank-MEB*), la plus grande banque étatique avec plus de 300 agences concentrées sur les activités de services bancaires.
- La banque du commerce extérieur de Birmanie (*Myanmar Foreign Trade Bank-MFTB*) est spécialisée dans les activités de change en gérant les transactions commerciales de change pour l'Etat, ainsi que pour les coopératives et le secteur privé.
- La banque commerciale et d'investissement de Birmanie (*Myanmar Investment and Commercial Bank-MICB*) est une banque commerciale et aussi une banque d'investissement et de développement. En plus des activités de banque commerciale, elle propose des crédits pour les fonds de roulement, les dépôts à terme et d'autres types d'investissement.
- La banque de développement agricole de Birmanie (*Myanmar Agricultural Development Bank-MADB*) exerce des activités de crédit auprès des banques de

¹⁵¹ Rapport du 3e trimestre de la banque centrale de Birmanie, 2005 (BCB-3e).

¹⁵² *Myanmar-Country Report for ASEAN Finance Minister Meeting*, 2005 (ASEAN-Fin-minister-Bir).

¹⁵³ op. cit., pp. 2-8.

villages et des villageois à travers ses 220 agences et représentants.

Les trois premières banques étatiques sont autorisées à exercer des activités de change. Les banques privées se développent rapidement depuis 1992, date à laquelle la création de banques privées fut autorisée. À fin décembre 2005, les banques privées détenaient 75% du total des dépôts et 83% des encours des crédits¹⁵⁴. L'association des banques de Birmanie, dont toutes les banques sont membres, a pour but de promouvoir la coopération et la coordination des banques dans le domaine de l'éducation, les services bancaires, et l'application des politiques bancaires de l'Etat dans les secteurs agricole et industriel.

Les 7 banques mixtes état/privé ont pour but de servir certains secteurs particuliers de l'économie, comme le développement industriel, l'élevage de bétail, la pêche, l'agriculture, etc..., mais les dépôts sont collectés auprès de la communauté locale. La moitié des banques privées sont détenues par des familles militaires au pouvoir et les encours des crédits bancaires sont principalement consacrés à l'achat des obligations de l'état et des entreprises publiques. En 2005, 60,1% des encours totaux de crédits étaient sous forme de crédits au gouvernement birman, 5,8% étaient consacrés aux entreprises publiques, et 34,1% au secteur privé (BCB-3e, 2005)¹⁵⁵.

Les bureaux représentant des banques étrangères sont bien implantés, avec les banques japonaises, thaïlandaises et malaises. 2 projets de banques *joint-venture* ont été signés mais ne sont pas encore réalisés (avec les banques thaïlandaises).

3.3. Les institutions financières non bancaires

La loi sur les institutions financières a permis aux compagnies financières d'offrir des crédits à la consommation et d'autres services financiers en utilisant des fonds autres que les dépôts du public. La banque centrale peut autoriser une banque commerciale ou une banque d'investissement à proposer ce type de services financiers comme ceux des compagnies financières. En Birmanie, il existe 2 compagnies financières.

- La compagnie financière étatique, entreprise focalisant sur les petits crédits (*Myanmar Small Loan Enterprise*), a été créée en se séparant de la banque économique de Birmanie (*MEB*) en 1992. Elle a 182 agences à travers le pays et fournit des services financiers aux particuliers et aux petites entreprises (BCB-3e, 2005)¹⁵⁶.
- La société orientale de crédit-bail de Birmanie (*Myanmar Oriental Leasing*), qui a été créée en 1996, appartient à une banque privée.

La micro-finance a été introduite en 1997 avec un projet de pilotage mené par le PNUD/ONU, la France (*GRET*), et le Grameen trust. La banque *Grameen* octroie les

¹⁵⁴ crédits à plus de 25000 emprunteurs avec un montant total d'encours de 3 millions de Repport mensuel de la banque centrale de Birmanie, 2005 (BCB-RM).

¹⁵⁵ op. cit., pp. 12-17.

¹⁵⁶ op.cit., p. 25.

dollars à fin décembre 2005 (BCB-RM, 2005)¹⁵⁷.

Le secteur de l'assurance de la Birmanie comprend une compagnie d'assurance étatique, l'assurance birmane (*Myanmar Insurance*), qui a été créée en 1952. En 2005, l'assurance birmane avait 38 agences à travers le pays¹⁵⁸. L'assurance birmane vend toutes les polices d'assurances. La loi sur les assurances adoptée en 1996 permet à chaque compagnie d'assurance étrangère d'avoir deux bureaux de représentation. La Birmanie a un fonds de pension pour les fonctionnaires, et plusieurs fonds de pension privés lesquels ne sont pas obligatoirement soumis au contrôle des autorités.

3.4. Les marchés de capitaux

Le marché boursier birman (*The Myanmar Securities Exchange Center Co. Ltd*) a été établi en 1996. Ce marché boursier est une *joint venture* entre la banque économique de Birmanie (MEB) et une compagnie japonaise, *Dalwa Securities Co. Ltd*, qui a démarré avec un montant d'investissement initial de 6,7 millions de dollars. Depuis sa création, une seule entreprise a été cotée (ASEAN-Fin-minister-Bir, 2005)¹⁵⁹.

Les obligations et autres instruments financier de l'Etat émis par le ministère des finances et des revenus sont vendus par la banque centrale pour combler le déficit de l'Etat. Les obligations sont achetées par les banques étatiques ou les banques privées appartenant à des familles militaires. Donc, les marchés boursier et obligataire sont inactifs.

3.5. Le système de contrôle et de réglementation

Le secteur financier est sous la supervision de la banque centrale de la Birmanie, mais cette banque centrale est sous le contrôle du ministère des finances et des revenus. Le secteur financier est réglementé par trois lois spécifiques :

- La loi de la banque centrale de Birmanie-BCB (*Central Bank of Myanmar Law*, 1990), qui mentionne l'objectif clé de la BCB : protéger les valeurs interne et externe de la monnaie locale (le Kyat¹⁶⁰). Cette loi donne le pouvoir à la BCB de contrôler et de superviser les institutions bancaires et non bancaires.
- La loi sur les institutions financières (*The Financial Institutions of Myanmar Law*, 1990) nomme les quatre types d'institutions financières qui proposent des services financiers :
 - Les banques commerciales peuvent proposer des services bancaires généraux, comme la remise de dépôts à vue et de chèques. Les dépôts à terme sont limités à 1 an et les crédits sont à court terme.

¹⁵⁷ op. cit., p. 18.

¹⁵⁸ Le rapport du 2e trimestre de la direction de l'assurance du ministère des finances et de revenu, 2005.

¹⁵⁹ op. cit., p. 28.

¹⁶⁰ Kyat est la monnaie nationale de la Birmanie.

- Les banques d'investissement ou les banques de développement peuvent accepter les dépôts à terme de plus d'un an et octroient des crédits pour les fonds de roulement et pour l'investissement fixe.
 - Les compagnies financières peuvent octroyer des fonds pour l'achat des biens ou services, mais ne peuvent pas recevoir les dépôts du public.
 - Les crédits coopératifs s'engagent dans les financements aux individus membres du crédit coopératif pour la consommation, la production, le commerce etc. Les autres agents bancaires peuvent aussi demander la permission de la banque centrale pour exercer des activités financières qui ne sont pas mentionnées dans leurs statuts.
- La loi sur le change (*The Foreign Exchange Regulation Act, 1947*) précise que les activités de change sont sous l'administration des contrôleurs de change (*The Controller of Foreign Exchange*) de la banque centrale de la Birmanie mais avec les instructions du ministère des finances et des revenus.

Les banques ne sont pas admises à octroyer des crédits en devises étrangères. L'emprunt par les banques à l'étranger doit obligatoirement recevoir l'autorisation de la commission d'investissement de Birmanie (*The Myanmar Investment Commission*)¹⁶¹. Seules les banques étatiques sont légalement autorisées à exercer des activités de change. Les taux d'intérêt créanciers sont fixés par la banque centrale. Par exemple, en septembre 2005, les taux fixés par la BCB étaient de 15% pour le commerce intérieur et extérieur, les fonds de roulement, les investissements fixes et le secteur agricole ; et 36% pour les petits crédits aux particuliers. D'un autre côté, la BCB a aussi fixé le taux débiteur pour les dépôts à terme de 3, 6 et 9 mois, lesquels sont fixés respectivement à 9,25%, 9,5% et 9,75%, etc¹⁶². En plus, la BCB fixe aussi les frais et les commissions pour les transactions ou les services financiers proposés par les institutions financières.

La Birmanie a créé une loi comptable (*The Myanmar Accountancy Law, 1994*) et une loi sur les entreprises commerciales (*Burma Company's Act, 1950*), ainsi que des certificats pour les règlements des auditeurs (*Burma Auditor's Certificate Rules, 1956*), qui offrent un cadre légal pour les professionnels. Les experts comptables certifiés locaux (*local certified public accountants*) travaillent en collaboration avec les cabinets comptables internationaux (*international accounting firms*) et les pratiques ne présentent pas de grandes différences avec les normes internationales. Le Bureau de l'auditeur général (*The Government Auditor General's Office*) audite toutes les entreprises et banques étatiques.

Le marché boursier (*The Myanmar Securities Exchange Center, co., Ltd*) est supervisé par une direction du ministère des finances et des revenus. Le secteur de l'assurance est aussi sous la responsabilité du ministère des finances et des revenus (*The*

¹⁶¹ « Investing in ASEAN : A guide for foreing investor », *The ASEAN Secretariat*, Jakarta, 2000.

¹⁶² Le rapport mensuel de la banque centrale de la Birmanie, 2005.

insurance Business Law, 1997).

§4. Le système financier de Brunei

Brunei est un petit pays avec une économie largement ouverte et un PIB par tête plus élevé grâce à des richesses naturelles en pétrole et en gaz (Tableau 6). L'industrie pétrolière et du gaz représentent 35% du PIB, et le secteur des services joue aussi un rôle croissant dans l'économie, avec environ 43% du PIB. Le secteur de services est une source importante d'emplois, puisqu'il représente environ 60% du total en 2005¹⁶³ (Tableau 7). La différence avec les autres pays de la région est que le gouvernement brunéien est un offreur de crédit au système financier. Le secteur bancaire joue également un rôle important dans le système financier comme pour les autres pays de la région.

4.1. Le secteur bancaire

Fin décembre 2005, le secteur bancaire comptait pour 5,2% du PIB avec un actif bancaire total de 5581,7 millions de dollars¹⁶⁴. Actuellement il existe 9 banques commerciales à Brunei, 1 fonds islamique (*Islamic trust fund*), 8 compagnies financières, et 1 fonds de pension pour les salariés du privé¹⁶⁵ (Tableau 8).

De grandes banques étrangères sont également présentes comme la *Citibank NA*, *Hong Kong and Shanghai Banking Corporation (HSBC)* et *Standard Chartered Bank*, lesquelles exercent leurs activités depuis des décennies en détenant la majorité des actifs bancaires, avant même la création des banques locales et des réglementations bancaires. À fin décembre 2005, environ 63% de l'actif bancaire total était détenu par ces trois grandes banques étrangères (BIF-RM-Bru, 2005)¹⁶⁶. Il existe aussi d'autres banques étrangères comprenant 2 banques malaises (Malayan Banking Berhad, et *RHB Bank Berhad*), et 1 banque singapourienne (*United Overseas Bank Limited*). Il y a trois banques commerciales locales, *Baiduri Bank Berhad*, *Islamic Development Bank of Brunei Berhad*, et *Islamic Bank of Brunei Berhad*. Parmi ces trois banques, l'une est banque étatique (*Islamic Development Bank of Brunei Berhad*).

Le crédit bancaire octroyé par le système bancaire brunéien a augmenté de 1505,8 millions de dollars en 2001 à 2694,5 millions de dollars à fin décembre 2005 (BIF-RM-Bru, 2005)¹⁶⁷. Il n'existe pas de marché interbancaire, mais les banques commerciales ont des contreparties bancaires à Singapour. Brunei a aussi 2 compagnies financières qui ont

¹⁶³ The 3rd quarterly report, *Asia Economic Monitor*, Asian Development Bank, Country Chapter/Brunei 2005.

¹⁶⁴ Le rapport mensuel du bureau chargé des institutions financières, le ministère des finances, 2005 (BIF-RM-Bru).

¹⁶⁵ Le rapport du 3e trimestre du bureau chargé des institutions financières, le ministère des finances, 2005.

¹⁶⁶ op. cit., p. 23.

¹⁶⁷ op. cit., p. 18.

des activités de financement d'achat et de location de voitures, de produits de consommation durable et de crédit immobilier avec un actif total de 576,2 millions de dollars à fin décembre 2005 (BIF-RM-Bru, 2005)¹⁶⁸.

Il y a également 21 compagnies d'assurance : 3 islamiques, 10 compagnies locales et 11 succursales des compagnies étrangères.

4.2. Les marchés de capitaux

Brunei ne possède pas encore de marché obligataire et le gouvernement n'émet pas d'obligations non plus. Mais le gouvernement a adopté les lois concernant l'établissement d'un marché obligataire.

Le ministère des finances a agréé une licence pour l'établissement du premier marché boursier du pays, le marché boursier international de Brunei (*The country's first securities exchange, International Brunei Exchange-IBX*)¹⁶⁹. Le marché boursier international de Brunei (IBX) est une société enregistrée à Brunei et l'IBX a une filiale (*subsidiary*) qui appartient à une compagnie singapourienne, la Nesdex. La Nesdex a pour but de créer un marché boursier international qui permet la cotation des entreprises, les transactions, les négociations et le règlement-livraison sur l'IBX.

4.3. Le système de contrôle et de réglementation

À Brunei, il n'existe pas de banque centrale, le ministère des finances avec son bureau chargé des institutions financières (*The Financial Institutions Division*) exerce les fonctions de la banque centrale. En 1993, le bureau des institutions financières du ministère des finances est devenu le régulateur, et actuellement il est responsable d'agrérer toutes les licences, de réglementer et de superviser les institutions financières. Mais le centre financier international offshore (*The Brunei International Financial Center-BIFC*) est sous la supervision d'un autre bureau du ministère des finances. Les banques ont aussi la possibilité de créer une entité séparée pour exécuter des opérations pour les non-résidents avec une licence de BIFC.

Le dollar¹⁷⁰ brunéien est émis par le conseil monétaire de Brunei (*The Brunei Currency Board*) à parité avec le dollar singapourien. Le dollar singapourien est également utilisé à Brunei et les deux monnaies s'échangent sans frais.

Conclusion Section 2

Nous avons vu que les pays de l'ASEAN-5 ont encore un long chemin à faire pour développer leurs systèmes financiers. Parmi ces pays, le Vietnam a le système financier le plus avancé. Ces pays ont perdu trop de temps avec un système financier

¹⁶⁸

op. cit., p. 21.

¹⁶⁹

Cité dans le rapport mensuel d'octobre, 2005, du bureau chargé des institutions financières, le ministère des finances, p. 35.

¹⁷⁰

L'unité de compte de Brunei s'appelle le dollars brunéien.

mono-bancaire et un Etat trop interventionniste laissant peu de place pour le secteur privé.

Le développement des systèmes financiers de ces pays est important pour le développement économique et aussi la coopération régionale. Les assistances techniques bilatérales entre les pays les plus avancés et ceux de la région qui le sont moins sont de plus en plus importantes pour rendre l'image de l'ASEAN plus crédible et plus forte, et pour attirer les investissements hors de la région.

Nous avons constaté qu'après la crise, plusieurs forums et groupes de travail ont été créés pour échanger les expériences et coopérer, ou pour exprimer les besoins en assistances techniques etc. dans le cadre de l'ASEAN ou de l'ASEAN +3.

Comme les systèmes financiers de ces pays sont moins développés et aussi sont moins intégrés dans le système financier international, ils ont été plus épargnés par la crise financière asiatique de 1997, comparativement aux principaux pays de l'ASEAN. En particulier l'Indonésie, la Thaïlande et la Malaisie qui ont été touchées profondément par la crise de 1997. Singapour fut le moins touché car il est doté d'un système financier solide et aussi de fondamentaux forts. Les Philippines ont aussi été peu touchés car le système financier philippin a connu une crise avant la celle de 1997, et le gouvernement philippin avait déjà entamé les réformes.

Pour mieux comprendre la sortie de crise, dans la section 3 nous présentons les réformes financières des trois pays les plus touchés par la crise (l'Indonésie, la Malaisie et la Thaïlande).

Section 3. Les réformes des systèmes financiers des principaux pays de l'ASEAN et la coopération régionale

Les principaux pays de l'ASEAN se retrouvèrent donc en crise financière au milieu de l'année 1997. La crise était d'abord une crise de change classique. Les régimes de change pratiqués par les pays de l'ASEAN ont permis à ces pays de maintenir une stabilité relative en assurant la continuité des flux d'investissement directs de l'étranger. Mais ces flux n'ont pas résisté à la pression des dettes à court terme accumulées et aux sorties de capitaux. Les banques centrales laissèrent flotter les monnaies les unes après les autres¹⁷¹. Mais le flottement n'est qu'une solution temporaire. En effet, les bilans des banques et des entreprises étaient lourdement grevés de dettes à court terme en devises, et la chute libre des nouvelles monnaies flottantes produisit d'abord une crise de liquidité qui se transforma rapidement dans certains pays en une crise de solvabilité entrepreneuriale, en particulier en Indonésie.

¹⁷¹ Le 2 juillet 1997 pour le Baht Thaïlandais, suivi le 14 août par la Roupie Indonésienne et le 19 novembre 1997 par le Won sud-coréen.

La chute de la production industrielle fut très sévère au cours des douze premiers mois de crise, de l'ordre de 7% en Thaïlande, 12% en Corée et 14% en Indonésie en 1998¹⁷². Mais ce qui frappe est la contraction du crédit « *credit crunch* » de ces pays comme facteur d'aggravation de la crise.

La crise de 1997 a entraîné la fermeture de plusieurs banques et institutions financières et aussi le *crash* des marchés boursiers, qui ont des impacts sur le secteur financier lui-même et également sur le secteur des entreprises. Les interventions massives des institutions financières internationales, en particulier le FMI et la banque mondiale, sur l'aspect technique et sur le support financier. Ces interventions ont conditionné les gouvernements des pays les plus touchés par la crise à réformer leurs systèmes financiers, en particulier l'Indonésie, la Thaïlande, et la Malaisie. Nous présentons dans cette section les réformes et aussi la coopération régionale financière après la crise.

§1. La réforme du système financier thaïlandais

Après la crise financière en 1997, le système financier thaïlandais a subi un programme de réforme intense. La réforme touche les domaines institutionnel et également technique.

1.1. La mise en place de la réforme financière

Durant la crise financière en Thaïlande en 1997, l'économie thaïlandaise restreinte, et les banques se sont trouvées en situation critique de manque de liquidités, et la qualité des actifs des banques se détériora très vite. Pour réformer et réhabiliter le système financier, les autorités ont mis en place les mesures suivantes :

1.1.1. La création d'une autorité pour la restructuration du secteur financier et d'une société de gestion d'actifs

En décembre 1997, le gouvernement a annoncé qu'il donnait l'autorisation d'exercer leurs activités à seulement 2 sociétés financières parmi les 58 suspendues. Les 56 sociétés restantes, avec un actif total d'environ 860 milliards de bahts¹⁷³ (soit 21,5 milliards de dollars) c'est-à-dire 10,68% du système financier, ont été fermées et liquidées sous la supervision prudente de l'autorité pour la restructuration de secteur financier¹⁷⁴ (l'autorité indépendante est sous la direction du ministère des finances). Les ventes aux enchères des actifs de ces 56 sociétés financières ont commencé en février 1998 et se sont terminées à la fin du premier semestre 2002. Ces actifs ont été vendus avec une valeur moyenne de 25% à 30% de leur valeur faciale¹⁷⁵. La société de gestion d'actifs jouait un

¹⁷² Ito, T. and Pereira Da Silva. (1999), « The Credit Crunch in Thailand during the 1997-1998 Crisis », *JEXIM Review*, The Export-Import Bank of Japan.

¹⁷³ Le baht est la monnaie thaïlandaise.

¹⁷⁴ Cité dans « ABD annual report 1999-title Bank restructuring in Thailand », pp. 14-25.

rôle d'acheteur en dernier ressort pour les actifs restants après les ventes aux enchères.

1.1.2. La relaxation sur la restriction des investisseurs étrangers

En juin 1997, pour résoudre les problèmes financiers des institutions financières, le gouvernement a modifié en urgence la loi bancaire pour attirer les capitaux étrangers. La loi bancaire modifiée permet aux investisseurs étrangers de détenir jusqu'à 100% du capital pour ceux qui investissent pour résoudre et réhabiliter les institutions financières ¹⁷⁶.

1.1.3. La bonne gouvernance et le *Thai Asset Management Corporation*

La bonne gouvernance des entreprises est au cœur de la réforme en Thaïlande, particulièrement dans le secteur financier. La Banque de Thaïlande (la banque centrale) a créé un groupe de travail avec la participation du secteur privé pour étudier la structure des banques localement et les méthodes de pratiques bancaires internationales, pour ensuite renforcer la mise en place par les banques et les institutions financières de bonnes pratiques en matière de pratique bancaire et de bonne gouvernance.

La société thaïlandaise de gestion d'actifs fut créée en 2001 par le gouvernement. Le montant de 577,3 milliards de bahts (soit 14,4 milliards de dollars) en actifs fut transféré au compte de cette société par l'échange d'obligations d'Etat à échéance de 10 ans ¹⁷⁷.

Les crédits douteux ont diminué au niveau de 9,8% en 2005, ce qui est raisonnable comparé aux 17-18% ¹⁷⁸ de 2003 (Annexe-figure 3 « Le ratio du crédit non-performants »).

1.1.4. Le renforcement de l'octroi de crédit dans le secteur stratégique

En 2002, le gouvernement a envoyé un signal très clair à trois grandes banques étatiques dont les actifs avaient été consolidés. Ces banques sont encouragées à octroyer des crédits aux petites et moyennes entreprises, aux programmes de développement d'infrastructures soutenu par le gouvernement et aux projets des secteurs industriels stratégiques. Le secteur des entreprises est encore faible, la plupart des banques se concentrent sur les affaires au détail ou service bancaire via Internet.

1.1.5. La réforme de la gestion interne

Depuis 2002, les banques locales continuent d'apporter des changements internes et des

¹⁷⁵ Thailand Country Report on bank restructuring, for ADB high-level seminar, décembre 2003.

¹⁷⁶ Adhikari, R. and Oh, S. N. (1999), « Banking Sector Reforms: Recovery Prospects and Policy Issues », *EDRC Briefing Note, Economics and Development Resource Center*, Asian Development Bank, November N.° 19.

¹⁷⁷ Le rapport annuel de la banque de Thaïlande, 2001 (BOT, RA).

¹⁷⁸ Le rapport du 3e trimestre de la banque de Thaïlande, 2005.

réformes pour améliorer l'efficacité et éviter les erreurs faites au milieu des années 1990. En 2004, le programme de développement et la mise en place du système de gestion des risques étaient prioritaires pour les banques. Cette mise en place vise à améliorer le mécanisme de surveillance des risques de marché et plus concrètement le prix des services financiers.

1.2. Les principales stratégies et les techniques pour le développement financier

Les stratégies mises en place par le gouvernement thaïlandais pour restaurer et développer

le système financier thaïlandais après la crise sont :

1.2.1. L'inflation ciblée

La banque de Thaïlande a adopté une politique d'inflation ciblée (*Inflation Targeting*) comme cadre de sa politique monétaire depuis mai 2000. Le conseil de la politique monétaire (*The Monetary Policy Board-MPB*) est né en 2000 pour fixer la direction de la politique monétaire afin de maintenir la stabilité des prix¹⁷⁹. Pour parvenir à cet objectif, le conseil de la politique monétaire évalue les informations concernant le développement économique, les comptes extérieurs, les taux de change, l'investissement, la production et l'emploi, et également les autres informations qui peuvent être nécessaires.

1.2.2. La communication publique

Afin d'aider le public à comprendre la politique monétaire, le conseil de la politique monétaire communique régulièrement avec le public par des moyens variés, notamment par les conférences de presse après les réunions du conseil (divulgation des informations sur les conditions économiques et monétaires, et les politiques monétaires), la mise à jour régulière d'un site Internet de la banque de Thaïlande et également des publications et les rapports d'inflation trimestriels. La Banque de Thaïlande offre les services d'information au public.

La banque de Thaïlande joue les rôles de relations publiques et d'émetteur d'information depuis octobre 2000. La banque a la responsabilité de garantir un système efficace en offrant les informations pour répondre aux besoins du secteur privé. Pour développer ce nouveau système, la Banque a focalisé sur la communication ouverte en public et la transparence.

1.2.3. Le développement du système *BahtNet*

La banque de Thaïlande a développé le système de *BahtNet* depuis 2001, un système *on-line* de transfert électronique de fonds entre les institutions financières, afin d'avoir une infrastructure financière qui aboutira dans l'avenir à un système financier thaïlandais. Le développement du système *BahtNet* contribue fortement à l'infrastructure financière

¹⁷⁹ Cité dans le rapport du 2e trimestre de la banque de Thaïlande, 2001.

pour le développement du marché obligataire domestique. Ce système permet de réduire les risques du système de paiement, et en plus, modernise le système de paiement selon les normes internationales. Ce système améliore ses services financiers au cours du temps depuis sa création.

1.3. Les principales mesures de réforme financière

Les principaux obstacles à la réforme financière sont le *manque de confiance* dans les institutions financières et dans l'économie thaïlandaise après la crise. Pour faire face à ce manque de confiance, le gouvernement a adopté un programme de couverture bancaire (*Blanket guarantee*) en 2000, pour les déposants et les créanciers¹⁸⁰. En même temps, le gouvernement a pris des mesures sérieuses pour la restructuration de la dette privée afin de consolider le système financier.

La couverture bancaire (*Blanket guarantee*) a été mise en place par le fonds de développement des institutions financières détenues par l'Etat (*state-owned Financial Institutions Development Fund-FIDF*). Cette couverture s'applique seulement pour les institutions financières qui ne sont pas fermées ou qui cessent les paiements temporaires. La couverture couvre intégralement le principal et l'intérêt (sous certaines conditions, pleinement ou partiellement). La panique des individus a donc pu être contenue.

Le comité de conseil pour la restructuration de la dette privée (*Corporate Debt Restructuring Advisory Committee-CDRAC*) a été établi un an après (en 2002) afin de poursuivre le programme de restructuration de crédits douteux des institutions financières. Cependant, le montant des crédits douteux reste encore colossal. D'où la création de la compagnie thaïlandaise de gestion d'actifs (*Thai Asset Management Corporation-TAMC*) au début 2003, afin d'activer la résolution des problèmes de crédit douteux.

Un système financier sain est un préalable important au développement économique durable. La banque de Thaïlande a continuellement construit une base solide dans le processus de reconstruction du système financier. Le *masterplan* pour 10 ans constitue un cadre commun de la politique et de la stratégie de gestion pour les agences gouvernementales et les institutions financières privées. Ce plan a pour but de promouvoir plus de concurrence entre les banques commerciales et autres institutions financières. En outre, ce *masterplan* permet de créer un environnement favorable pour l'innovation, et aide à augmenter l'efficacité des institutions financières.

1.4. La réforme des marchés de capitaux

La réforme des marchés de capitaux touche le marché boursier et le marché obligataire qui joue un rôle aussi important pour le financement de l'économie.

1.4.1. Le marché boursier

Un *masterplan* pour le développement du marché boursier a aussi été adopté par la

¹⁸⁰

Le programme de couverture bancaire (*Blanket guarantee*) fut annoncé par le premier ministre thaïlandais en septembre 1999 (aussi cité dans le rapport annuel de la banque de Thaïlande, 1999).

Commission des opérations de bourse en 2000. L'objectif du *masterplan* est de renforcer la contrôle fondé sur le marché (*market-based supervision*) en s'appuyant sur l'amélioration de la gouvernance d'entreprise pour attirer les investisseurs institutionnels. Les missions importantes du *masterplan* sont d'assurer efficacité, justice, transparence, et intégrité (*Efficiency, Fairness, Transparency and Integrity*)¹⁸¹.

Le SEC a lancé un programme d'éducation publique à travers les chaînes de télévision, les programmes radio, articles et magazines. Ce programme permet aux investisseurs (public) de comprendre les choix d'investissements et les risques. Ce programme a aussi été mis en place dans les universités pour expliquer de l'investissement et l'épargne.

Sur le marché boursier, les informations sont très importantes avant la décision d'investir. Concernant ce problème, la SEC a créé une carrière pour les professionnels ou les experts pour offrir des informations au public avant d'investir. Ces professionnels doivent être enregistrés au SEC dans les conditions requises par la réglementation adoptée par le SEC.

Le SEC a aussi renforcé l'application des lois et des règlements, en particulier les droits et la protection des investisseurs. Et aussi, le SEC a renforcé lui-même sa capacité de contrôler les acteurs du marché boursier.

1.4.2. Le développement du marché secondaire des obligations

Les obligations sont les instruments financiers qui sont moins risqués par rapport des actions, qui aident aussi à financer les projets d'investissement à long terme. Depuis la crise de 1997, la Commission des opérations de bourse (SEC) a pris des mesures comme la révision de certaines lois et règlements sur les émissions d'obligations en donnant une flexibilité au secteur privé pour l'émission des obligations. Elle a également élargi la base des investisseurs en agrémentant de nouvelles SICAV, et renforcé la protection du public concernant les informations financières.

La SEC a aussi mis en place des mesures pour augmenter le niveau de liquidité sur le marché obligataire, en créant des compagnies qui réalisent des activités de *inter-dealer brokers* en 2002, afin de faciliter les transactions obligataires. Les *inter-dealer brokers* servent à satisfaire les ordres d'achats ou de ventes des *dealers*.

Les agences de notation subissent la pression de la SEC pour rendre leurs capacités d'évaluation plus efficace. Les obligations sont émises pour le grand public et les remboursements des intérêts et du principal se font sans retard. À partir de la crise financière de 1997, le marché obligataire s'est donc développé rapidement dans les principaux pays de l'ASEAN (y compris la Thaïlande)¹⁸².

1.5. Les rôles obligatoires de la banque de Thaïlande

¹⁸¹ Le rapport annuel de la Commission des opérations de bourse de Thaïlande, 2001.

¹⁸² The report of the ASEAN Secretariat on Asia Bond Market Development-ABMI, ASEAN Finance Minister Meeting, 2005.

Jusqu'à présent, le système bancaire co-opère bien avec la banque de Thaïlande pour mieux renforcer la réglementation et la supervision des institutions bancaires et financières en priorité. La banque de Thaïlande a un rôle important, celui de fortifier l'efficacité des institutions financières. Ce rôle primordial de la banque centrale devra conduire à un système plus pratique qui atteindra les normes internationales en se basant sur le mécanisme de marché.

Sur ce point, la banque de Thaïlande s'est impliquée activement dans le processus de consultation pour le Nouvel Accord du Capital de Bals (*New Basel Capital Accord*), qui offre plus compréhensible. En outre, la banque de Thaïlande a utilisé aussi une approche fonctionnelle pour gérer les risques en utilisant le capital minimum obligatoire, la supervision et la discipline de marché.

La réforme du secteur bancaire renforce la capacité de gestion de risques ; en faisant ceci, la banque de Thaïlande a utilisé la méthode de supervision basée sur le risque. Les bonnes règles toutes seules n'ont pas automatiquement reflété les bonnes pratiques. Donc, la supervision est considérée comme une condition pour assurer les bonnes pratiques bancaires. Les nouvelles pratiques de la supervision bancaire peuvent être considérées comme un phénomène important dans ce domaine. Actuellement, les banques travaillent plus qu'avant pour satisfaire certaines nouvelles règles, notamment pour celles liées à la classification des dettes basées sur le risque pour provisionner les créances douteuses.

Les banques ont été encouragées à éviter l'utilisation de la méthode traditionnelle de prêt basée sur les garanties, en adoptant la nouvelle pratique basée sur la projection de trésorerie (*cash flow*) et d'autres indicateurs. Cette réforme a été mise en place parallèlement à la réforme du secteur des entreprises sous la supervision de la Commission des opérations de bourse de Thaïlande (SEC). Cette pratique contribue à une allocation plus efficace des ressources financières.

Le système financier thaïlandais s'est assez bien remis de la crise financière en appliquant des mesures strictes pour réformer ce système financier. Le système financier thaïlandais est en train de devenir un système moderne qui acquiert plus de confiance du public et des investisseurs. Dans le paragraphe qui suit nous étudions la réforme du système financier malaisien, qui fut aussi touché par la crise de 1997.

§2. La réforme du système financier malaisien

En réaction à la crise financière asiatique de 1997, la Malaisie a pris aussi des mesures fortes pour minimiser son impact négatif et pour restaurer la stabilité du secteur bancaire et de l'économie malaisienne. Les efforts avaient pour principal objectif d'assurer la bonne continuation des fonctions intermédiaires des institutions financières dans l'économie, en créant des structures institutionnelles comme la société de gestion d'actifs de **Danaharta** (*Asset Management corporation Danaharta*), l'agence spéciale de recapitalisation **Danamodal**, et le comité de restructuration des dettes privées (*Corporate Debt Restructuring Committee*). Tous visaient à résoudre les problèmes liés à l'endettement des grandes entreprises (Adhikari R and S. N. Oh, 1999)¹⁸³.

Les actions prises immédiatement pour résoudre les problèmes de la crise de 1997 ont aidé la Malaisie à éviter une crise bancaire systémique et ont aussi contribué à la minimiser le coût de la restructuration du secteur financier à environ de 5% du PNB¹⁸⁴. Actuellement, des progrès significatifs sont notés par ces agences dans leurs rôles et fonctions respectifs.

2.1. Le Danaharta (Asset Management Corporation Danaharta)

Le *Pengurusan Danaharta Nasional Berce (Danaharta)* fut créé en juin 1998 pour acheter les crédits douteux des institutions bancaires et les gérer afin de maximiser la valeur des actifs. *Danaharta* est comme les autres sociétés de gestion d'actifs, elle opère avec une conception plus générale de réhabilitation, de restructuration et de maximisation de la valeur des actifs recouvrés. Les activités d'acquisition et de gestion de *Danaharta* ont résulté dans l'acquisition d'environ 40% des crédits douteux du secteur bancaire avec un taux moyen d'escompte de 55%, et le *Danaharta* a acquis ces crédits du système financier¹⁸⁵ pour un montant de 46,8 milliards de ringgits (soit 12,6 milliards de dollars).

Le processus d'acquisition a été prolongé d'une période d'une année (mi 2000), permettant ensuite au *Danaharta* de concentrer ses activités sur la gestion de crédits et d'actifs avec son administration. Avec l'objectif de maximiser la valeur recouvrée, le *Danaharta* a adopté différentes techniques dans le processus de gestion, notamment la restructuration active et le rééchelonnement des crédits viables, la nomination d'un administrateur spécial et le programme de traitement des crédits non-viables. À présent, le *Danaharta* a pris en charge 99,9% du crédit total, par l'acquisition et la gestion dans son portefeuille, avec un taux de recouvrement de 56% (BNM-3e, 2005)¹⁸⁶.

2.2. Le Danamodal

Le *Danamodal* fut établi en août 1998 pour faciliter la recapitalisation des institutions bancaires. Le *Danamodal* injecte seulement les capitaux à des banques viables avec moins de 10% de crédits non-performants (viable en terme commercial et selon les principes de marché). Dès que le capital est injecté, le *Danamodal* fait une micro-réforme par la nomination de son personnel au conseil d'administration, et les banques reçoivent des capitaux.

Le processus de recapitalisation a été complété en décembre 1999. Le montant total injecté par le *Danamodal* pour 10 banques était de 7,1 milliards de ringgits (soit 1,9 milliard de dollars). À la fin du mois de mai 2002, le montant couvrant la recapitalisation était réduit à 2,1 milliards de ringgits (soit 0,55 milliard de dollars) pour 3 institutions

¹⁸³ op. cit., pp. 13-24.

¹⁸⁴ Le FMI(2001), Malaysia: Selected Issues, *IMF Staff Country Report*, N.° 01/104, IMF, Washington D.C.

¹⁸⁵ Le rapport annuel de la banque Negara Malaisie 2001.

¹⁸⁶ op. cit., pp. 15-32.

bancaires¹⁸⁷.

Donc le *Danaharta* et le *Danamodal* sont des entités qui ont des rôles complémentaires dans le but d'améliorer la situation financière des institutions financières, en absorbant les crédits non-performants, et ensuite en recapitalisant ces institutions.

2.3. Le comité de restructuration des dettes privées (CRDP)

En outre, un comité de restructuration des dettes privées (CRDP) a été établi en juillet 1998 pour résoudre les problèmes des dettes du secteur privé, qui concerne plusieurs institutions bancaires. Le CRDP offre une plateforme pour les emprunteurs et les prêteurs afin de mettre en place un programme de restructuration de la dette sans recours à la procédure légale. L'effort se fait sur le principe de volontariat, ce qui crée une situation de gagnant-gagnant, les emprunteurs comme les prêteurs (les institutions bancaires) y trouvant le même intérêt. À la fin du troisième trimestre 2005, le CRDP a résolu 75% des cas reçus avec un montant de dette de 41,9 milliards de ringgits (soit 11,03 milliards de dollars)¹⁸⁸. Ces opérations de restructuration des dettes privées ont assuré la bonne continuation des activités des grosses entreprises privées en situation viable à plus long terme.

2.4. La consolidation du secteur financier

Il existe un agenda pour la banque Negara Malaisie (BNM) consistant à encourager les institutions bancaires à fusionner afin de réaliser des économies d'échelle et d'atteindre un niveau élevé d'efficacité. L'effort de consolidation a été initié depuis la fin des années 1980 pour renforcer la résistance du secteur. La BNM encourage l'approche de marché guidé pour la consolidation du secteur bancaire. Mais cet encouragement n'a pas bien réussi et le secteur bancaire est encore fragmenté¹⁸⁹.

Pour répondre à la crise financière et à des phénomènes de libéralisation, de globalisation, d'avance de la technologie, d'émergence de nouveaux centres financiers, d'innovation des services financiers qui traduisent la compétition et une volatilité plus grande du marché, la BNM a pris des mesures pour conduire le processus de consolidation. En 2001, la BNM a aussi augmenté le capital minimum obligatoire à 2 milliards de ringgits (soit 0,52 milliard de dollars) pour le groupe des banques domestiques et 300 millions de ringgits (soit 78,9 millions de dollars) pour les banques locales incorporées¹⁹⁰. L'augmentation du socle de capital a pour objectif d'améliorer la résistance et la position financière des institutions bancaires pour absorber les conséquences déstabilisantes pour le système financier.

¹⁸⁷ Le rapport du 2e trimestre de la banque Negara Malaisie, 2002.

¹⁸⁸ Le rapport du 3e trimestre de la banque Negara Malaisie, 2005.

¹⁸⁹ Tan Khee Giap and Chen Kang (2004), « A Comparative Analysis on Financial Development and Banking Sector Reform in ASEAN-10: A Critical Appraisal », commissionné par le *ASEAN Secretariat*.

¹⁹⁰ Cité dans le rapport annuel de la banque Negara Malaisie, 2001 (BNM-RA).

La consolidation des institutions bancaires domestiques a abouti au nombre de 10 groupements des banques en 2003. En 2004, la BNM a encouragé fortement la restructuration du système bancaire en favorisant l'émergence de banques domestiques importantes. Le processus de consolidation et de rationalisation de l'industrie bancaire domestique a été complété avec succès en minimisant l'impact sur les prestations de services bancaires. Depuis fin 2004, les 10 groupements des banques domestiques ont réalisé leur processus d'intégration opérationnelle, la rationalisation des agences bancaires, et l'harmonisation de leur système informatique.

2.5. Le *masterplan* pour le développement du secteur financier

Le gouvernement malaisien a adopté des stratégies de développement du système financier, en renforçant la capacité des banques domestiques, en consolidant le cadre légal et réglementaire, en favorisant l'amélioration de l'environnement compétitif, et en encourageant la diversification des services financiers.

2.5.1. Le *masterplan* pour le système bancaire

Pour réaliser les objectifs du gouvernement, la BNM a adopté en mars 2001 un programme de développement du secteur financier (*the Financial Sector Masterplan for the Development for the Financial Sector*) sur 10 ans (BNM-RA, 2001)¹⁹¹. Ce programme a défini l'orientation stratégique du développement financier avec l'objectif de moderniser le système financier afin d'offrir les meilleurs services financiers à l'économie. Un système financier efficace permet de soutenir le bon fonctionnement et la croissance durable de l'économie. Il y a 119 recommandations mentionnées dans le programme décennal de développement du secteur financier, qui se divise en 3 phases¹⁹² :

Phase 1 (3 ans : 2001-2003) : Renforcer la capacité des institutions domestiques et l'infrastructure financière. Les efforts sont focalisés sur les mesures pour renforcer les moyens et la capacité des institutions financières afin d'améliorer leurs niveaux d'efficacité et la compétitivité. Cette première phase a été complétée avec succès par le regain de confiance du public et des investisseurs dans le système financier malaisien. La réforme du système financier a bien réussi durant cette période.

Phase 2 (3 ans : 2004-2006) : Intensifier la pression compétitive entre les banques domestiques ; pratiquer la dérégulation de la politique de prix et renforcer le cadre légal de la protection des consommateurs en se basant sur les mécanismes de marché. Nous sommes dans la dernière année de la phase 2. Durant les deux premières années de la phase, le système financier a été considérablement renforcé ou fortifié, avec plus de concurrence et de protection, et il a été consolidé comme nous l'avons vu précédemment.

Phase 3 (4ans : 2007-2010) : La libéralisation et l'introduction d'une concurrence accrue au niveau régional et international.

Durant et après la crise financière de 1997, le gouvernement malaisien a donné une

¹⁹¹ op. cit., p. 57.

¹⁹² Voir en détail dans le rapport annuel de la banque Negara Malaisie, 2001.

garantie de couverture bancaire (*Blanket Guarantee*) sur les dépôts dans les institutions bancaires. Cette couverture a aidé à regagner la confiance du public et à maintenir la stabilité systémique du secteur bancaire. À présent, la BNM a établi un mécanisme explicite de limitation du dépôt d'assurance (*Explicit Limited Deposit Insurance Mechanism*)¹⁹³ avec l'objectif de protéger les déposants et de contribuer à la stabilité financière, tout en renforçant le marché disciplinaire dans le système financier (Tableau 10 « Les systèmes de dépôt d'assurance des pays de l'ASEAN »).

2.5.2. Le *masterplan* pour les marchés de capitaux

Pour les marchés de capitaux, la commission des opérations de bourse (SEC) a adopté en 2000 un plan stratégique à long terme pour les marchés de capitaux malaisien qui s'appelle « le masterplan pour les marchés de capitaux » (*Capital Market Masterplan*), pour restaurer, moderniser et développer les marchés de capitaux¹⁹⁴.

Après la crise, la SEC a créé en 1998 un Comité Financier de haut niveau sur la Gouvernance d'Entreprise (*The High-Level Finance Committee on Corporate Governance*). Le comité a pour rôles de contrôler et de superviser les pratiques des entreprises cotées en ce qui concerne la gouvernance d'entreprises. Le comité joue aussi le rôle de renforcement des pratiques de bonne gouvernance et peut aussi demander la révision des textes de lois ou de réglementation. Il est très important que les entreprises cotées offrent des informations fiables au public, en particulier, à des investisseurs.

En 2002, la loi sur la bourse des valeurs et le code commercial a été révisée en permettant aux superviseurs de la SEC d'enquêter sur les infractions financières. Les nouvelles lois prévoient des sanctions pénales pour les entreprises cotées ou les personnes qui n'ont pas présenté aux investisseurs les informations exactes et dans le délai. La SEC a transformé la méthode de régulation de « *Merit-Based-Regulation* » en « *Disclosure-Based-Regulation* », pour minimiser les interventions de la SEC en améliorant la qualité des informations publiées. Avec cette nouvelle méthode de régulation, la SEC ne peut plus déterminer ou contrôler le prix des actions émises comme précédemment, c'est le mécanisme du marché qui domine en respectant les orientations de la SEC.

L'autre côté des marchés de capitaux, c'est le marché obligataire. La SEC a établi un Comité National pour le Marché Obligataire (*National Bond Market Committee*) en 1999. Le marché obligataire malaisien s'est beaucoup développé dans le cadre réglementaire gouvernant le marché. En 2002, le Comité a établi une courbe de référence sur les rendements, a rationalisé les processus d'émission et aussi l'expansion de la base d'investisseurs. En 2004, la liquidité du marché secondaire s'est améliorée de plus en plus en introduisant les instruments de gestion des risques.

Le système financier malaisien a bien avancé grâce à de nombreuses réformes, par

¹⁹³ Chan-Lee, J. H. (2004) « Measuring the Quality of Financial Systems in 29 Market Economies: an Indicators Approach with an Extension to East Asia », *The Asian Development Bank Institute*.

¹⁹⁴ Cité dans le rapport annuel de la Commission des opérations de bourse de la Malaisie, 2000.

rapport à la Thaïlande. Il a notamment été moins touché par la crise comparé aux deux autres pays (la Thaïlande et l'Indonésie). Dans le paragraphe 3 nous présentons la réforme du système financier indonésien.

§3. La réforme du système financier indonésien

La complexité et la profondeur des problèmes bancaires indonésiens ont nécessité une approche globale du programme de réforme bancaire, afin de renforcer la résistance bancaire face à la possibilité d'une crise éventuelle. Avec cet objectif, le gouvernement indonésien a mis en place des stratégies focalisées sur les mesures pour améliorer la solvabilité et la rentabilité du secteur bancaire afin de soutenir la viabilité du système bancaire, et de revitaliser les fonctions intermédiaires. Le programme de réformes bancaires se divise en quatre grandes stratégies :

- Recapitaliser les banques à un coût minimum ;
- Améliorer le cadre légal et réglementaire, qui conduira au niveau des normes internationales ;
- Renforcer la supervision bancaire ; et
- Améliorer la gouvernance dans le secteur bancaire.

3.1. La politique de restructuration bancaire

Le gouvernement indonésien et la banque centrale indonésienne ont défini conjointement des stratégies et des politiques dans le processus de restructuration du secteur bancaire afin de restaurer la confiance du public, tant national et qu'international. Ces politiques comprennent l'introduction d'un projet de garantie bancaire du gouvernement (*Government Guarantee Scheme*), la création d'une agence indonésienne de restructuration bancaire (*Indonesian Bank Restructuring Agency-IBRA*), la recapitalisation des banques et la restructuration du secteur des entreprises.

3.1.1. Le projet de garantie bancaire du gouvernement

En janvier 1998, le gouvernement indonésien a introduit une politique de garantie bancaire pour les banques commerciales en faveur des déposants et créanciers. La couverture bancaire (*blanket guarantee*) est assurée seulement pour les banques commerciales incorporées localement, y compris les succursales à l'étranger, en monnaie locale ou en devises étrangères. Les banques commerciales incorporées localement en Indonésie comprennent les banques étatiques, les banques régionales, les banques commerciales privées, et les banques de *joint-venture*. Pour les banques de *joint-venture*, les banques ont la possibilité de ne pas participer à ce projet de garantie, mais les actionnaires étrangers doivent offrir la même garantie aux déposants et créanciers.

Ce projet est coûteux pour le gouvernement indonésien, mais celui-ci ne pouvait pas le retirer avant le retour à la normale de la situation du système bancaire et le regain de confiance du public. Ce projet s'est achevé en 2004, et il a été remplacé par un système

d'assurance dépôt formel (Chan-Lee, 2004)¹⁹⁵. Ce système d'assurance dépôt se base sur certains principes, et le système doit être géré par une agence crédible et indépendante. Toutes les banques en Indonésie, y compris les banques étrangères, doivent participer à la réduction de l'aléa moral au minimum en partageant les frais avec les déposants. La prime est basée sur le niveau de risque des banques et la couverture est limitée.

3.1.2. L'agence indonésienne de restructuration bancaire

En 1998, le gouvernement indonésien a créé une agence indonésienne de restructuration bancaire (*Indonesian Bank Restructuring Agency-IBRA*). L'IBRA est une agence spéciale sous la direction du ministre des finances. Cette agence est responsable de l'aide aux banques en difficulté, du règlement des prêts non-performants, y compris les garanties en passant par son Unité de gestion d'actifs (*Asset Management Unit*) et de la vente des actifs des banques fermées pour régler le fonds de garantie du gouvernement (Adhikari R. et S. N. Oh, 1999)¹⁹⁶.

3.1.3. La recapitalisation des banques

La restructuration bancaire s'effectue en parallèle avec la restructuration du secteur des entreprises, dans un objectif de revitaliser les fonctions intermédiaires bancaires afin de rétablir la situation économique précédant la crise. Dans ce contexte, la réforme bancaire nécessite l'exécution du programme de recapitalisation. Le programme de recapitalisation a pour objectif de soutenir la viabilité des banques en difficulté en évitant leur nationalisation.

Ce programme commence avec la *due diligence* fait par la banque d'Indonésie (la banque centrale) avec les experts-comptables (*auditors*) internationaux pour certaines banques. Le résultat de la *due diligence* classe en trois catégories : la catégorie A pour les banques où le ratio de capital-risque (*Capital Adequacy Ratio-CAR*) est au moins de 4%. Ces catégories de banques sont exclues du programme de recapitalisation mais sont obligées de soumettre leur plan d'activités (*business plan*) et de subir un test d'appropriation (*fit and proper test*). La catégorie B comprend les banques où le ratio de solvabilité est entre (-)25% et 4% et ces banques sont obligées de participer au programme de recapitalisation. La catégorie C regroupe les banques où le ratio de solvabilité est moins de (-) 25%¹⁹⁷. Pour recapitaliser les banques, le gouvernement indonésien a émis des obligations d'Etat d'un montant de 313750 milliards de roupies (soit 40,5 milliards de dollars), en 1999¹⁹⁸. La part du volume de transactions des obligations

¹⁹⁵ op. cit., p. 16.

¹⁹⁶ op. cit., p. 7.

¹⁹⁷ Halim, Liliana (2000) « Reviving the Indonesian Banking Sector? Indonesia's economic crisis: impact on financial and corporate sectors 1997-1999 », *EADN Working Paper, Institute of South East Asian Studies*, for the East Asian Development Network.

¹⁹⁸ Le rapport annuel de la banque centrale indonésienne (la banque Indonésie), 1999.

a augmenté progressivement par rapport aux périodes avant la crise.

3.2. La restructuration du secteur des entreprises

La restructuration bancaire est dans un vaste programme qui inclut aussi la restructuration du secteur des entreprises (*the corporate restructuring*) dans l'objectif d'assurer l'indépendance en matière d'octroi de crédit pour recapitaliser les banques. Il y a trois agences, l'Agence indonésienne de restructuration bancaire (IBRA), l'Agence indonésienne de restructuration des dettes (*Indonesian Debt Restructuring Agency-INDRA*), et le groupe de travail initiative de Jakarta (*Jakarta Initiative Task Force-JITF*), lesquelles ont pour mission de conduire la restructuration du secteur des entreprises. L'IBRA est chargé de restructurer les crédits non-performants en gérant le processus de restructuration. L'INDRA a pour charge d'encourager les débiteurs (le secteur des entreprises) et les créanciers à se régler leurs dettes *offshores* dans le cadre du programme INDRA. Les débiteurs qui se trouvent en difficulté de négociation de leurs dettes extérieures avec les créanciers sont encouragés à utiliser le JITF comme facilitateur. Le secteur des entreprises a assez bien réussi à résoudre ses problèmes de dette à travers ces deux agences (l'INDRA et le JITF). Jusqu'à fin décembre 2005, ces deux agences ont résolu les problèmes de dettes d'un montant total accumulé de 11578 milliards de roupies (soit 1,4 milliard de dollars)¹⁹⁹.

3.3. La réforme des marchés de capitaux

L'autorité du marché de capitaux indonésiens (BAPEPAM), qui est une unité sous la direction du ministère des finances, joue le rôle de régulateur du marché de capitaux. C'est le BAPEPAM qui définit tous les règlements concernant le fonctionnement du marché de capitaux. Le BAPEPAM est également chargé d'agrérer les licences et de superviser les acteurs du marché.

Pour les marchés de capitaux, le gouvernement a adopté un programme de développement des marchés de capitaux en 2000. Plusieurs mesures pour améliorer le fonctionnement des marchés furent introduites comme l'amélioration de l'infrastructure financière, le renforcement du cadre légal et réglementaire, l'éducation de la capacité institutionnelle, et l'introduction des nouveaux instruments financiers.

Depuis 2001, il existe plusieurs améliorations de la réglementation, comme les conditions de cotation en bourse, les principes de publication des informations et les normes comptables pour les entreprises cotées. Le succès de la réforme du secteur des entreprises donne aux entreprises cotées ou marché boursier indonésien plus de transparence et plus de qualité et aussi une image de marché plus dynamique. Par ailleurs, les acteurs du marché (les intermédiaires financiers) sont eux aussi consolidés financièrement et techniquement, ce qui rend les marchés boursiers indonésiens plus crédibles.

D'un autre côté, le pouvoir des personnels responsables de la supervision et de l'application des lois et des règlements a été renforcé. Les contrôles et le processus

¹⁹⁹ Rapport mensuel de la banque Indonésie, 2005.

d'approbation des informations avant leur publication ont aussi été renforcés. Les entreprises ont aussi subi de nombreuses réformes en introduisant des pratiques de bonne gouvernance, et des normes comptables plus compréhensibles et plus précises. Le BAPEPAM a également adopté les principes internationaux de l'IOSCO, puisqu'il en est un membre.

§4. La coopération financière régionale

Après la crise financière de 1997, les pays de l'ASEAN n'ont cessé de renforcer leur coopération, en particulier la coopération économique et financière, qui est le résultat de la première réunion des ministres des finances des pays membre de l'ASEAN en 1997. Dans le but de réaliser la Communauté Economique de l'ASEAN (*ASEAN Economic Community*), l'adoption de l'ASEAN Vision 2020 a vu le jour au sommet des pays membres en octobre 2003 de Bali en Indonésie²⁰⁰.

L'objectif de l'ASEAN Vision 2020 est de générer la stabilité et la prospérité, et de rendre la région plus compétitive en matière de libre circulation de biens, de services, d'investissements, de capitaux, impulser un développement économique équitable et de réduire la pauvreté et les disparités socio-économiques à l'horizon de 2020.

La Communauté Economique de l'ASEAN doit établir un marché unique avec une diversité de bases de production en offrant plus d'opportunités pour les investissements et les commerces intra-régionaux. L'objectif est de faire de cette région un des pôles les plus dynamiques du monde. Les stratégies pour arriver à cet objectif sont tout d'abord d'intégrer financièrement et économiquement les pays membres de l'ASEAN et de renforcer la compétition entre ces pays.

4.1. La coopération dans le cadre de l'ASEAN

Le programme de coopération et de développement du système financier des pays membres est divisé en 4 secteurs : Le développement des marchés de capitaux, la libéralisation des comptes en capital, la libéralisation des services financiers, et la coopération monétaire.

4.1.1. Le développement des marchés de capitaux

L'objectif de la coopération dans ce domaine est le développement des marchés de capitaux des pays membres conformément aux normes internationales. Plusieurs domaines sont ainsi harmonisés par les pays membres : la réglementation et la supervision des activités de titres ; la gestion des liquidités et du risque ; l'infrastructure de règlement-livraison et de transaction ; et l'établissement de la courbe de référence de rendement. Dans la seconde phase, le programme du développement des marchés de capitaux est de faciliter les transactions transfrontalière entre les pays membres de l'ASEAN.

²⁰⁰ Le rapport du sommet de Bali, Indonésie, The ASEAN Secretariat, 2003.

Un groupe de travail ²⁰¹ dans le cadre de l'ASEAN a été établi pour poursuivre et renforcer le processus de réforme des systèmes financiers, et spécialement l'harmonisation des réglementations. Le forum du marché des capitaux a également été créé par la réunion annuelle des ministres des finances des pays de l'ASEAN en 2004 à Singapour ²⁰². La coopération bilatérale entre les pays membres est encouragée en matière de marché de capitaux. La mise en place d'un système de règlement-livraison commun pour les pays membres est en cours, ainsi que l'harmonisation des méthodes de notation (*rating*), l'amélioration de la qualité de notation, le renforcement de la gouvernance d'entreprise et la transparence.

Le groupe de travail se réunit au moins deux fois par an, et le président du groupe varie suivant l'ordre alphabétique des pays membres de l'ASEAN.

4.1.2. La libéralisation des comptes de capitaux

L'objectif de la libéralisation est d'enlever les restrictions sur les mouvements de capitaux comme la convertibilité des comptes courants, l'entrée et la sortie des investissements directs de l'étranger, les investissements en portefeuille, le rapatriement des dividendes et les autres restrictions sur les transactions transfrontalières des finance ²⁰³. Pour arriver à cet objectif, les pays membres se sont accordé afin de créer un groupe de travail. Ce Comité est responsable de la mise en place de la libéralisation en coopérant individuellement avec chaque pays membres.

4.1.3. La libéralisation des services financiers

Un autre groupe de travail ²⁰⁴ a été créé pour imposer le processus de libéralisation des services financiers entre les pays membres de l'ASEAN. Les membres de ce comité viennent des ministères des finances et des banques centrales des Etats membres. Le comité se réunit au moins deux fois par an pour négocier la politique de libéralisation. La libéralisation financière (relative aux services bancaires, à l'assurance et aux autres services financiers) est réalisée avec le statut GATT PLUS. Ce statut permet aux pays membre de libéraliser par rapport aux autres pays membres, en plus de ceux intégrés à l'OMC (Organisation Mondiale du Commerce).

L'offre de libéralisation peut se faire par voie unilatérale (offre/demande) ou multilatérale. Cette libéralisation permet aux pays membres d'offrir leurs services financiers aux autres pays membres sans restriction. Une banque ayant une licence dans un pays membre peut exercer ses activités dans un autre pays membre sans avoir besoin d'une autre licence dans le pays d'accueil. Ceci permet de faciliter les activités

²⁰¹ L'auteur est un membre du groupe de travail.

²⁰² L'auteur a participé à cette réunion annuelle des ministres des finances des pays de l'ASEAN, 2004.

²⁰³ L'auteur est un membre du groupe de travail.

²⁰⁴ L'auteur participe à la réunion de temps en temps dans ce groupe de travail.

économiques transfrontalières dans la région.

4.1.4. La coopération monétaire

L'objectif final de la coopération monétaire dans la région est la création d'une monnaie commune dans la région²⁰⁵. La coopération monétaire commence à travers la promotion du commerce intra-régional, et renforce l'intégration économique et financière régionale. Les pays membres sont encouragés à accélérer la coopération monétaire avec les autres pays membres pour faciliter le commerce intra-régional en utilisant les monnaies locales. Les pays membres sont encouragés aussi à mettre en place une politique qui favorise la promotion du commerce intra-régional et l'investissement. Les banques centrales des pays membres ont diversifié leurs réserves en différentes devises, la part de devises locales a augmenté. Les accords monétaires (*currency swap*) entre les banques centrales des pays membres sont encouragés.

En dehors de cette coopération, les pays membres de l'ASEAN se sont mis d'accord sur d'autres coopérations comme l'établissement d'une unité de Surveillance (ASEAN Surveillance Unit) des entrées et des sorties des capitaux à court et long terme, les échanges des données et les *swaps* de monnaies locales et de devises ; il existe ainsi un *swap* bilatéral et multilatéral entre les pays membres. La coopération en matière de taxes et de douane est également favorisée. En plus, les pays de l'ASEAN ont démarré une coopération économique et financière avec le Japon, la Corée du Sud et la Chine (ASEAN + 3).

4.2. La coopération dans le cadre de l'ASEAN + 3

En août 2003, le sommet de l'ASEAN + 3 a adopté l'Initiative sur le développement des marchés obligataires asiatiques (*Asian Bond Market Initiative*)²⁰⁶. Les pays de l'ASEAN +3 ont des taux d'épargne élevés et les réserves en devises sont substantielles. L'objectif de cette initiative est de transformer ces épargnes et réserves en capitaux à long terme qui offrent une stabilité (les obligations). Ces capitaux seront investis dans des projets à long terme des pays de la région. Le développement des marchés obligataires dans la région permet au secteur privé en Asie, en particulier dans la région de l'ASEAN, de collecter et d'investir des capitaux à long terme sans risque de change²⁰⁷. La plupart des épargnes locales ou les réserves sont investies hors de la région sous forme d'obligations américaines.

Les agences gouvernementales de l'ASEAN + 3 (les institutions financières gouvernementales) émettent des obligations pour financer les entreprises privées domestiques. Les émissions d'obligations pour financer les investissements directs de

²⁰⁵

L'auteur participe à la réunion de temps en temps dans ce groupe de travail.

²⁰⁶

ASEAN Summit Report, The ASEAN Secretariat, 2003.

²⁰⁷

Une entreprise d'un pays membre peut émettre les obligations en monnaie locale d'un autre pays d'accueil. Cette entreprise peut investir ces capitaux dans ce pays d'accueil, ce qui permet d'éliminer le risque de change.

l'étranger dans les pays de l'ASEAN +3 sont considérés comme investis dans un autre pays de l'ASEAN +3. L'émission peut se faire dans la monnaie locale du pays d'accueil ou dans la monnaie du pays investisseur. Les émissions des obligations en monnaie locale de chaque pays membres ou en panier des monnaies des pays ASEAN +3 sont encouragées. Les institutions financières internationales peuvent aussi émettre des obligations en monnaie locale ; c'est ainsi que la Malaisie et la Thaïlande ont permis à la Banque asiatique de développement d'émettre des obligations en ringgits malaisiens et bahts thaïlandais²⁰⁸.

Pour arriver à ces objectifs, les ministres des finances des pays de l'ASEAN +3 ont créé six Groupes de travail²⁰⁹. Ces groupes de travail ont des fonctions spécifiques concernant le développement et la création des infrastructures financières pour développer et harmoniser les marchés obligataires des pays membres de l'ASEAN +3.

Le Groupe de travail 1 est responsable de la création des nouveaux instruments de dette titrisées (*Working Group on Creating New Securitized Debt Instruments*). Ce Groupe de travail fait des études approfondies sur les possibilités offertes par la variété d'instruments financiers d'endettement (les obligations). Ces variétés d'instruments financiers seront émises en monnaies locales pour les investisseurs domestiques et étrangers. Les sujets couvrent aussi les différentes méthodes d'émission, les conditions d'émission et les autres infrastructures financières qui favorisent le développement des marchés obligataires.

Le Groupe de travail 2 est responsable de la mise en place des Mécanismes de crédit garanti (*Working Group on Credit Guarantee Mechanisms*). Ce Groupe explore la possibilité de créer une « institution régionale de crédit garanti ». Avant d'arriver à cette création, ce groupe prend des mesures nécessaires pour promouvoir l'utilisation des mécanismes existants de crédit garanti dans la région. Ce groupe fait aussi des études sur les réglementations existantes des pays membres, et essaie de les harmoniser en instaurant une norme commune pour la région (les conditions et les critères pour un crédit garanti).

Le Groupe de travail 3 est responsable des études sur le mécanisme de règlement-livraison régional (*Asia Link*). Ce groupe examine les possibilités de connection (*linkages*) entre les systèmes de règlement-livraison des pays membres. Ces connections facilitent les transactions des obligations transfrontalières (d'un pays à l'autre), et aussi permettent de réduire les coûts de transactions et les autres incertitudes. Une autre responsabilité du Groupe est de faire des études sur les obstacles à l'émission et sur les investissements transfrontaliers des obligations, en proposant des recommandations et des stratégies en faveur du développement du marché obligataire.

Le Groupe de travail 4 a la responsabilité de l'examen et de la promotion des émissions des obligations libellées en monnaies locales par les institutions financières internationales, les agences gouvernementales étrangères et les sociétés multinationales

²⁰⁸ Le rapport des membres du groupe de travail (la Malaisie et la Thaïlande), 2005.

²⁰⁹ L'auteur est aussi un membre de la plupart des groupes de travail pour la mise en place l'Initiative pour le développement des marchés obligataires asiatiques.

asiatiques (*Working Group on the issuance of Bonds Denominated in Local Currencies by Multilateral Development Banks, Foreign Government Agencies, and Asian Multinational Corporations*). Ce groupe a bien rempli ses fonctions en aidant certaines institutions financières internationales à émettre des obligations dans les pays membres en monnaies locales. Ces émissions doivent encourager l'utilisation des monnaies locales et des épargnes locales. Les capitaux provenant de ces émissions sont investis dans la région.

Le Groupe de travail 5 s'occupe des études sur les systèmes de notation et de la diffusion des informations sur les marchés obligataires asiatiques (*Working Group on Rating Systems and Dissemination of Information on Asian bond market*). L'objectif du Groupe est d'explorer les possibilités de renforcement des systèmes de notation en Asie, et aussi de rendre les agences de notation viables et crédibles dans le but de promouvoir les émissions et les investissements transfrontaliers des obligations dans la région. Le processus de travail passe par l'identification des facteurs qui facilitent les diffusions d'information de crédit et les informations sur le marché.

Il a été ainsi créé une association des agences de notation asiatiques en 2002. Cette association joue un rôle important dans le processus d'harmonisation des méthodes utilisées par les agences. Le système de notation joue un rôle très important dans le processus de développement des marchés financiers de la région. Donc il est important d'harmoniser ces agences de notation pour obtenir une norme reconnue réciproquement par les pays membres.

Le Groupe de travail 6 est chargé de la coordination des assistances techniques bilatérales et multilatérales et de l'évaluation des besoins en formation des ressources humaines concernant le développement du marché obligataire des pays de l'ASEAN +3 (*Working Group on Coordinating Bilateral Technical Assistance and Capacity Building Needs of ASEAN+3 Countries on Bond Market Development*). Les pays membres peuvent exprimer leurs besoins en matière d'assistance technique au Secrétariat de l'ASEAN et ce groupe réalisera ensuite l'assistance technique. Le groupe peut aussi proposer une série de projets d'assistance technique conforme aux besoins ou aux demandes des pays membres. Ce groupe joue un rôle important dans l'adéquation entre la demande et l'offre des pays membres, et aussi en matière de renforcement de la coopération régionale.

Ces six groupes de travail ont travaillé intensivement aussi bien du côté des produits (les obligations), que de la demande (les investisseurs ou les fonds). Ils ont aussi travaillé étroitement avec les banques centrales des pays membres en établissant le fonds pour les obligations asiatiques (*Asian Bond Fund*). Ce fond est ouvert aux pays non membres de l'ASEAN + 3.

Les six groupes de travail sont encadrés par un Groupe de haut niveau²¹⁰ (*Focal Group*). Ce Groupe de haut niveau a changé son nom en Groupe de Management (*Management Team*) depuis Mars 2005²¹¹. Le président de chaque Groupe de travail fait

²¹⁰ Les membres de ce Groupe de haut niveau sont les hauts fonctionnaires (à partir de Directeur Général des ministères des finances et de banques centrales) des pays membres de l'ASEAN+3. Contrairement aux six Groupes de travail qui sont des spécialistes.

un rapport à la réunion du groupe de Management. Cette réunion doit se tenir 2 fois par an, mais pour les six groupes de travail, le nombre de réunion n'est pas limité.

Conclusion Section 3

Après l'aide massive de la communauté internationale, spécialement le FMI avec le programme de restructuration bancaire, pour que ces systèmes deviennent dynamiques et puissent répondre aux besoins de financement de l'économie, les gouvernements ont mis en place un programme de garantie de dépôts bancaires pour les déposants tant nationaux qu'internationaux, qui regagne la confiance du public.

Dans le cas de la Malaisie et la Thaïlande, la politique de restructuration bancaire a avancé beaucoup plus vite qu'en Indonésie. Car les banques indonésiennes en difficulté sont les banques étatiques qui prennent du temps à être restructurées (la procédure d'administration, la décision et la gestion sont lentes).

La solution la plus efficace pour résoudre les problèmes de crédits non-performants est de créer des sociétés privées de gestion d'actifs (AMCs), comme dans le cas de la Malaisie et de la Thaïlande, qui ont bien réussi. Mais l'absorption des crédits non-performants par les obligations étatiques a aussi bien réussi dans le cas de la Corée du Sud.

Après les réformes financières, le système bancaire se trouve plus concentré avec les programmes de consolidation et de fusion des petites banques privées, et de nationalisation. Et les cadres légaux et réglementaires se sont également améliorés.

Le cadre de la coopération régionale financière a aussi été renforcé par la création d'un système de surveillance et d'alerte en cas de crise (*Early Warning and Surveillance System*) pour les pays de l'ASEAN et de l'ASEAN +3. Il existe plusieurs initiatives dont l'objectif est le développement financier des pays dans la région dans le secteur bancaire et le marché de capitaux ; on cherche en particulier à développer les marchés obligataires en mobilisant les réserves internationales des pays membres pour investir dans les obligations asiatiques.

Tous les pays, même les pays développés, affrontent des obstacles pour le développement de leurs systèmes financiers, mais ces obstacles sont différents pour les pays en développement comme les pays principaux de l'ASEAN. Dans la section 4 nous étudions les obstacles qui empêchent le développement financier des pays principaux de l'ASEAN. Ici nous nous intéresserons seulement aux principaux pays de l'ASEAN ou aux pays en développement de l'ASEAN. Mais les entraves au développement de ces pays pourraient être identiques à celles des pays de l'ASEAN-5.

Section 4. Les entraves au développement financier

²¹¹ L'auteur a participé à la réunion du *Focal Group* en mars 2005 à Vientiane, au Laos.

des pays de l'ASEAN

L'ASEAN comprend différents systèmes politiques, économiques et juridiques. Par exemple, parmi les principaux pays de l'ASEAN, Singapour, la Malaisie et la Thaïlande ont opté pour un système juridique de tradition anglaise (*The English-Common Law Tradition*), alors que l'Indonésie et les Philippines possèdent un système juridique de tradition française (à travers l'influence espagnole). Différents systèmes permettent donc aux pays de développer leurs systèmes financiers et économiques sous différentes contraintes. Les contraintes auxquelles font face ces pays sont des contraintes légales et réglementaires. Les pays qui pratiquent un système juridique de tradition anglaise ont moins de contraintes légales pour développer leurs secteurs financiers par rapport aux pays utilisant le système juridique français²¹².

Les contraintes légales et réglementaires sont des contraintes communes pour la plupart des pays en développement (PED). Et il existe aussi d'autres contraintes institutionnelles qui sont les questions d'autonomie en matière d'application des lois, et on trouve encore d'autres contraintes au développement du marché financier. Pour les PED, les marchés financiers jouent un rôle secondaire dans le financement de l'économie. Si le marché financier développé peut absorber une part des profits du secteur bancaire à court terme, alors le secteur bancaire (la participation des intermédiaires bancaires) peut empêcher le développement du marché financier.

Dans cette section 4 nous étudions les entraves au développement du secteur financier des principaux pays de l'ASEAN, les contraintes au développement du secteur bancaire et aussi au développement du marché financier, et enfin les rôles de la coopération financière régionale dans le processus de développement financier.

§1. Les entraves au développement bancaire

Dans le secteur bancaire, les contraintes légales et les institutionnelles ne permettent pas aux systèmes bancaires des principaux pays de l'ASEAN d'allouer les ressources efficacement.

1.1. Les contraintes légales et réglementaires

La plupart des principaux pays de l'ASEAN ont une capacité limitée pour le contrôle bancaire. La supervision bancaire joue un rôle très important pour renforcer la confiance et la fiabilité du système bancaire tout entier. Une étude de l'Institut de la banque asiatique de développement (*Asian Development Bank Institute-ADBI*)(Chan-Lee, 2004) a évalué la qualité du contrôle bancaire de 29 économies émergentes, y compris les

²¹² Ross Levine (1999) « Law, Finance, and Economic Growth », *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 8, N.^o 1/2.

²¹³ op. cit., p. 23.

principaux pays de l'ASEAN. Le résultat de l'étude montre que la majorité des pays de l'ASEAN ont un indice de supervision prudentielle bancaire (*Bank Prudential Supervision*)²¹⁴ de faible niveau.

Le Tableau 9 montre que les indices de supervision bancaire des principaux pays de l'ASEAN sont encore faibles par rapport aux pays développés, sauf Singapour qui a un indice élevé au niveau des pays développés. Il est clair que la faiblesse du contrôle bancaire de la banque centrale des pays de l'ASEAN dans l'application des lois et les capacités des banquiers centraux sont des obstacles pour le développement du système bancaire de ces pays. Donc, le renforcement de la supervision prudentielle bancaire est nécessaire pour les pays de l'ASEAN.

Pays	Indice de la supervision prudentielle bancaire, (valeur entre min 0 et max-meilleur 10)		
	1990	1995	2004
Malaisie	1,87	1,7	6,6
Thaïlande	3,84	3,7	4,3
Indonésie	2,42	0,0	1,1
Philippines	2,86	3,1	5,4
Singapour	6,71	8,9	9,3
Corée du Sud	4,57	3,5	6,0
Hong Kong	6,76	8,4	8,9
Chine	4,63	2,7	3,2
Taiwan	5,61	6,8	7,8
Japon	6,97	7,4	7,9
France	6,51	8,0	8,3
Allemagne	6,86	6,8	7,8
Royaume-Uni	7,05	10,0	9,2

Tableau 9. L'indice de la supervision prudentielle bancaire

Source : Asian Development Bank Institute, 2004

Selon l'étude de LLSV²¹⁵ « *Law and Finance* », montre que « ...common law countries based on the English tradition have laws that emphasize the rights of creditors to a greater degree than the French, German, and Scandinavian countries. French civil law countries protect creditors the least, with German and Scandinavian civil law countries falling in the middle »²¹⁶. L'étude de LLSV (1998)²¹⁷ aussi montre que « *Countries with a French legal heritage have the lowest quality of law enforcement, while countries with*

²¹⁴ L'indice de la supervision prudentielle est calculé avec la méthode d'estimation de La Porta et al. (1998). Les indices pris en compte sont : l'application des lois, l'efficacité du système juridique, la corruption, les normes comptables, les ressources humaines etc. <http://www.adbi.org>

²¹⁵ Laporta, R. ; Lopez-de-Silanes ; F., Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1998) « *Law and Finance* », *Journal of Political Economy*.

²¹⁷ Cité dans Ross Levine (1999), op. cit., p. 13.

*German and Scandinavian legal traditions tend to be the best at enforcing laws »*²¹⁸ (Annexe-tableau 1). Parmi les principaux pays de l'ASEAN, l'Indonésie s'inspire du code civil français avec la colonisation espagnole qui s'inspire également de la tradition française. Or la Thaïlande et la Malaisie pratiquent le système anglais (*common law*). La réforme judiciaire et le renforcement de l'application des lois sont donc très importants pour les pays en développement de l'ASEAN, en particulier les pays basé sur la tradition française.

1.2. Les contraintes institutionnelles

Dans les pays en développement, il existe une lacune concernant l'autonomie dans la formalisation et l'application des lois et réglementations bancaires par les banques centrales et aussi les institutions financières. L'application des lois est caractérisée par un processus judiciaire trop lent et souvent inefficace. Ces points faibles ont des impacts négatifs sur la confiance du public, et donc sur le développement des institutions financières. En outre, les banques sous-capitalisées sont un facteur négatif important pour la confiance, et de plus, ces banques ne respectaient pas bien les principes de Bâle (*Basle Cores Principles*) avant la crise. Après la crise, les institutions financières internationales, en particulier le Fonds Monétaire International (FMI) ont accentué la pression sur les pays de l'ASEAN touchés par la crise, et demandé à respecter les principes de Bâle. Selon une évaluation du FMI en 2004²¹⁹, la Malaisie et la Thaïlande ont respecté tous les principes de Bâle alors que l'Indonésie en a respecté seulement 7. Actuellement, le FMI offre une assistance à l'Indonésie pour l'application des autres principes.

L'étude récemment faite par l'Institut de la banque asiatique de développement montre que certains pays de l'ASEAN ont créé un système de dépôts assurance (*Deposit Insurance System*) après la crise financière de 1997 (Chan-Lee, 2004)²²⁰. Mais ces systèmes de dépôts assurance ne sont pas encore efficaces, seules la Thaïlande et les Philippines ayant un système de dépôt d'assurance formel. La Malaisie et l'Indonésie ont adopté un système de dépôts assurance informel qui ne permet pas de couvrir tous les déposants. Cette lacune freine aussi le développement du secteur bancaire, ce qui montre que le développement d'un système de dépôt assurance efficace permet de développer le secteur bancaire plus rapidement (Tableau 10).

²¹⁶ « Les pays basés sur le système juridique de tradition anglaise ont les droits de créanciers plus protégés par rapport aux pays qui pratiquent le système juridique de tradition française, allemande, et scandinave. Les pays qui pratiquent le système légal de tradition française protègent le moins les créanciers, les pays pratiquant le système allemand et scandinave sont aux milieux ».

²¹⁸ « Les pays pratiquant le système juridique de tradition française ont le plus faible niveau de qualité des lois et d'application des lois, alors que les pays avec le système légal allemand et scandinave ont la meilleure application des lois ».

²¹⁹ FMI (2004): Rapport d'évaluation de la restructuration financière du Fonds Monétaire International. <http://www.imf.org>

²²⁰ op. cit., p. 24.

§2. Les entraves au développement des marchés financiers

Dans ce paragraphe, nous verrons les différentes entraves au développement des marchés financiers des principaux pays de l'ASEAN, où ces marchés jouent un rôle de plus en plus important dans le financement de ces économies.

	Existence d'un système de dépôts assurancé	Donner la priorité à des petits épargnants	Limité sur le dépôt à une
Malaisie	Informel	n.a	n.a
Thaïlande	Oui	n.a	non-limité
Indonésie	Informel	n.a	n.a
Philippines	Oui	Oui	100 000 Pesos
Singapour	Non	n.a	n.a
Hong Kong	Informel	Oui	<100 000 \$HK

Tableau 10. Le système de dépôt assurance (SDA) des pays de l'ASEAN

Source : Asian Development Bank Institute, 2004

2.1. La solidité du système bancaire

Les relations entre le système bancaire et les marchés émergents sont complexes. D'un côté les banques peuvent, par crainte d'une réduction de leurs marges, freiner l'essor des marchés. On retrouve ici un réflexe classique, qui apparaît dans de nombreux pays émergents. Un tel comportement relève d'un calcul à très court terme. Car l'expérience montre que les banques tirent profit à moyen-long terme de l'essor des marchés. La structure du produit net bancaire se modifie, au profit des commissions et au détriment de la marge d'intérêt. Les autorités monétaires doivent alors montrer leur fermeté et leur impartialité. Il s'agit de faire comprendre aux établissements de crédit que la concurrence entre financements intermédiaires et financements désintermédiaires peut représenter dans certains cas un jeu à somme nulle uniquement à très court terme, et qu'ils ont tout intérêt à participer, directement (lorsque la réglementation le permet) ou indirectement (via les sociétés de bourse, etc.) à l'essor des marchés de capitaux.

D'un autre côté les banques émergentes doivent pouvoir compter sur un système bancaire résistant à des chocs adverses. D'après Sachs J., Tornell A. et Velasco A.²²¹, l'effet *Tequila* de la crise mexicaine a été d'autant plus marqué que les systèmes bancaires étaient fragilisés par un développement excessif du crédit, des phénomènes de surendettement et des risques de contrepartie avant 1994. Deux remarques : premièrement les systèmes bancaires des pays émergents participent au phénomène

²²¹ Cité dans De Boissieu, Christian ; Henriot, Alain et Rol, Sandrine (1999) « Probématique des marchés émergents », *Revue économique*.

mondial de globalisation et ne peuvent pas rester à l'écart d'une possible surcapacité apparue sur certains segments du marché des services bancaires et financiers ; de deuxièmement, il existe entre les pays émergents des décalages, des avances et des retards dans le cycle de la crise bancaire. En Asie du sud-est, elle est encore là, même si la consolidation bancaire a déjà été engagée (De Boissieu, Henriot et Rol, 1999)²²².

2.2. La fragilité du financement des économies de l'ASEAN

La fragilité du financement de ces économies émergentes est marquée par des flux d'investissements de portefeuille de l'étranger. Ces flux de capitaux ne permettent pas de maintenir la solidité des marchés boursiers, car un jour ces flux peuvent se tarir, ce qui fragilisera ces marchés. Il est important d'accroître le volume d'épargne locale. Et les interventions du FMI dans les pays en développement favorisent souvent les crédits bancaires au détriment d'un financement par le marché.

Plusieurs réformes s'imposent, notamment celle qui consiste à limiter la mainmise du système bancaire sur le marché financier et à développer le marché secondaire des obligations. Afin de dynamiser le marché secondaire des titres, l'introduction d'un système de notation financière est devenue indispensable. La notation est d'abord utile pour les émetteurs puisqu'elle leur permet de diversifier leurs sources de financement et de les libérer de la contrainte de garantie bancaire. La notation est aussi utile pour les investisseurs, car elle leur permet de mieux apprécier le risque qu'ils prennent, de suivre ce risque dans le temps, et d'arbitrer entre les différentes émissions et les autres opportunités d'investissement.

Nous constatons souvent la main-mise des banques sur les sociétés de bourses. Une telle domination du système bancaire sur la bourse freine le passage ou plutôt la marche vers une économie de marché financier. D'un autre côté, parallèlement au développement des marchés boursiers, la réforme du système bancaire est plus que jamais d'actualité dans les pays émergents de l'ASEAN en particulier. L'étude de Ross Levine (1996)²²³ montre que « Il n'y a pas lieu d'opposer le développement des marchés boursiers à celui du secteur bancaire ; l'un ou l'autre suffit à annoncer une croissance économique soutenue. Les pays aux marchés boursiers liquides et au système bancaire développé ont connu une croissance beaucoup plus rapide que ceux ayant à la fois des marchés non liquides et un système bancaire sous-développé ».

Le problème de l'asymétrie de l'information est particulièrement aigu dans les pays en développement ; les épargnants individuels sur un marché émergent sont plus exposés à ce problème que des acteurs travaillant sur un marché déjà émergé. L'épargne collective (*unit trust*) est donc une manière de réduire une telle situation d'asymétrie.

2.3. Les contraintes propres des marchés financiers

Les contraintes qui pèsent sur les modalités d'investissement sur ces marchés sont le

²²² op. cit., pp. 16-17.

²²³ Levine Ross (1996) « Les marchés boursiers stimulent la croissance », *Finance & Développement*, Vol. 33, N.^o 1, mars, p. 3.

manque de liquidité et la concentration sur le marché d'actions ne garantissant aucune stabilité.

Une surreprésentation du secteur financier et bancaire dans les émetteurs : En Thaïlande, les banques et les compagnies financières ont eu largement recours au marché pour financer leurs augmentations de capital, 34% de la capitalisation totale²²⁴ avant la crise En Indonésie et Malaisie, le secteur financier est moins présent dans la capitalisation totale.

Une concentration de la capitalisation boursière sur un petit nombre d'émetteurs : Par exemple, en 2005, les 8 grandes entreprises cotées en Bourse à Jakarta représentaient 42% de la capitalisation boursière²²⁵, et les 12 grandes entreprises cotées représentaient environ la moitié de la capitalisation boursière de Bourse de Bangkok²²⁶.

Une concentration de l'activité sur un petit nombre d'intermédiaires : le nombre de sociétés membres de la bourse habilitées à acheter et vendre des valeurs mobilières est soigneusement contrôlé par l'Etat, qui distribue les licences via les commissions des opérations de bourses (SEC). Par exemple à Bangkok, en 2005, les 10 premières institutions financières se sont appropriées près de la moitié des activités intermédiaires de bourse (SEC-Th, 2005)²²⁷.

Le sous-développement du marché obligataire : Les marchés obligataires des principaux pays de l'ASEAN sont peu développés, et particulièrement les obligations privées. La plupart des obligations émises sont les obligations des entreprises publiques et de l'Etat. Le manque de développement du marché obligataire est dû au bas niveau des déficit public et à la taille modeste des investisseurs institutionnels (fonds de pension, assurances) dans la plupart des principaux pays de l'ASEAN, sauf Singapour et la Malaisie où les fonds d'épargne collectifs dépassent plus 60% du PIB²²⁸.

Les investisseurs, résidents ou non-résidents, s'intéressent au couple rendement-risque et comparent, de ce point de vue, les performances des différentes places financières. Pour les marchés émergents, la faible activité des marchés secondaires crée un sérieux risque de liquidité.

Une liquidité accrue suppose d'organiser la fonction de contrepartie. Il faut faire pour le marché secondaire ce qui est organisé dans nombre de pays pour le marché primaire de la dette publique avec la création de spécialistes en valeurs du Trésor.

Le manque de liquidité sur le marché boursier entier : Le fait que les volumes de

²²⁴ Le rapport annuel de la SEC-Thaïlande, 1999.

²²⁵ Le rapport du 3e trimestre de la BAPEPAM, 2005.

²²⁶ Le rapport du 3e trimestre de la SEC-Thaïlande, 2005.

²²⁷ op. cit.. p. 25

²²⁸ ADB annual report (2004), subtitle : « The bond market development in Asian countries and the way forward ». Manila, The Philippines, p. 15.

transactions soient concentrés sur quelques titres induit automatiquement une faible liquidité sur le reste des titres cotés. Or, plus il est difficile de trouver une contrepartie, plus un ordre de vente isolé aura un impact sur le cours.

Faible efficacité économique : De nombreux groupes industriels ou bancaires restent dirigés par des membres de la famille fondatrice qui détiennent parfois une part importante ou majoritaire du capital. Aussi, le recours au marché pour financer l'activité du groupe n'est pas assorti d'une plus grande transparence du fonctionnement ni, d'un réel contrôle de la gestion par les actionnaires minoritaires.

§3. La concentration insuffisante de la coopération financière régionale

La coopération financière régionale est importante pour les pays de l'ASEAN, en particulier avec le Japon, la Corée du Sud, et la Chine afin de renforcer la solidité des systèmes financiers de ces pays. Le Figure 2 montre les parts d'investissements des pays de l'ASEAN +3 dans les obligations asiatiques.

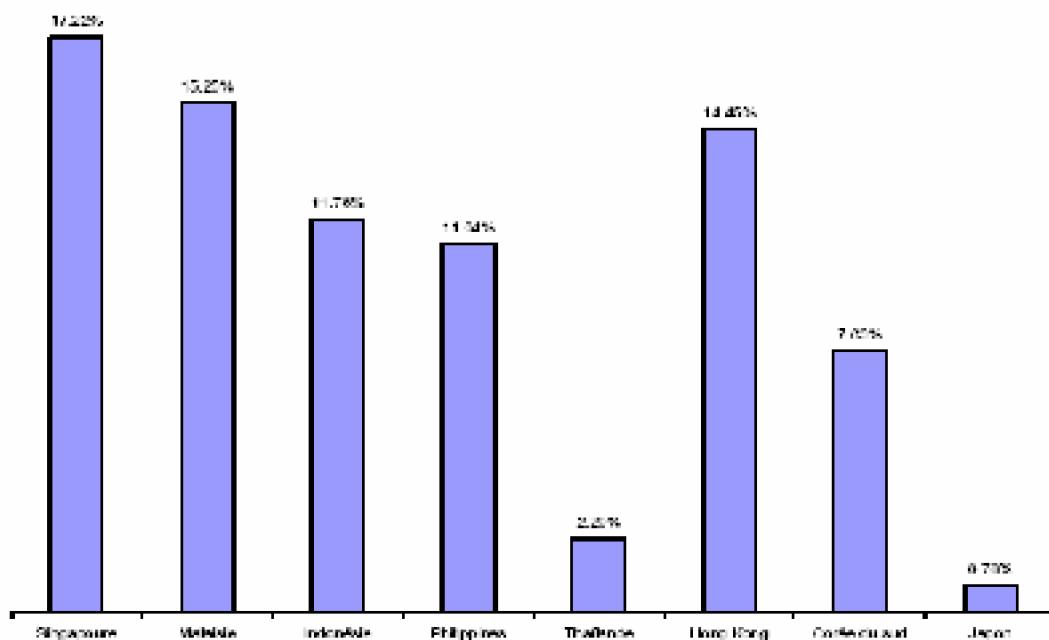


Figure 2. Les parts d'investissements des pays asiatiques dans les obligations asiatiques (en % du montant total investi)

Source : Fonds Monétaire International, 2005.

Le Figure 2 indique qu'à la fin décembre 2005, Singapour a investi plus dans les obligations asiatiques par rapport aux autres pays, et Hong Kong se positionne en 3e place après la Malaisie. Or le Japon, 4e puissance économique du monde,²²⁹ n'a investi

229

Selon les informations obtenues par le BFM TV en décembre 2005, le Japon est la 4ème puissance économique du monde, après la Chine, l'Allemagne et les Etats-Unis.

que 0,76% du montant total. Ce niveau d'investissement incroyablement bas de la part du Japon ne reflète pas la coopération entre le Japon et la région. La coopération régionale tant politique qu'économique doit donc se renforcer, et le Japon doit accroître son poids dans le financement des économies de la région.

Le Tableau 11 ci-joint montre les pays d'origine qui investissent en obligations asiatiques (ASEAN + 3).

Pays	Volume	
	en milliards de dollars	en pourcentage du montant total
UE-15	70,2	37%
États-Unis	53,8	28%
Hong Kong	22,3	12%
Japon	10,8	6%
Singapour	9,9	5%
Corée du Sud	1,1	0,57%
Philippines	0,2	0,01%
Indonésie	0,2	0,01%
Malaisie	0,1	0,00%
Thaïlande	0,1	0,00%
Autres	21,8	11%
Total Investissements	190,5	100%

Tableau 11. Les sources d'investissements proviennent des pays d'origine sur marchés obligataires asiatiques

Source : Le Fonds Monétaire International, 2005.

Le Tableau 11 montre qu'en 2005, l'Union européenne était le premier investisseur en obligations asiatiques, suivit par les Etats-Unis et Hong Kong. Le Japon se positionne en 4e investisseur en obligations asiatiques. Le Tableau 11, montre également que les pays membres de l'ASEAN font des investissements croisés entre les membres, mais avec des montants encore trop petits. Cela montre que les investissements en obligations asiatiques proviennent principalement de l'extérieur, ce qui parfois fragilise le marché. Le Tableau 12 nous montre les pays d'accueil d'investissements en obligations avec le montant total d'investissement de 190,5 milliards de dollars.

Pays	Volume	
	en milliards de dollars	en pourcentage du montant total
Japon	107,5	56%
Corée du Sud	24,6	13%
Malaisie	14,4	8%
Philippines	11,7	6%
Singapour	11,5	6%
Hong Kong	9,7	5%
Indonésie	4,2	2%
Chine	4,1	2%
Thaïlande	3,1	2%
Vietnam	0,2	0,1%
Total	190,5	100%

Note :

* Total montant investi en obligations (mondial) : 9 127,8 milliards de dollars

* Total montant investi en obligations asiatiques : 190,5 milliards de dollars

Tableau 12. Les montants d'investissement en obligations reçus par les pays de l'ASEAN

Source : Le Fonds Monétaire International, 2005.

Le Tableau 12 montre qu'en 2005, le montant total d'investissement en obligations au niveau mondial est de 9127,8 milliards de dollars, or la région de l'ASEAN + 3 ne reçoit que 190,5 milliards de dollars, soit 2,08% du montant mondial. Au sein du montant total des investissements en obligations asiatiques, le Japon est le premier pays qui reçoit plus de la moitié du montant, soit 107,5 milliards de dollars (56% du montant total). Il est suivi par la Corée du sud avec un montant de 24,6 milliards de dollars (13%). Or, les principaux pays de l'ASEAN reçoivent une petite partie du montant : le premier est la Malaisie avec un montant de 14,4 milliards de dollars (8%), et ensuite les Philippines (6%), Singapour (6%), l'Indonésie (2%), la Thaïlande (2%). Le faible montant d'investissements dans les pays de l'ASEAN peut s'expliquer par la jeunesse du marché obligataire de ces pays et le fait que les produits financiers ne sont pas encore diversifiés pour répondre aux besoins des investisseurs étrangers comme dans le cas du Japon et de la Corée où les marchés obligataires sont assez développés. Le plus important c'est la liquidité du marché secondaire.

L'insuffisance des règles juridiques prévaut sur de nombreux marchés émergents. L'absence ou la carence du droit dans ses différentes composantes (droit des affaires, droit boursier, statut juridique des effets de commerce etc.) explique la méfiance, ou pour le moins la prudence, des opérateurs. Cet aspect doit être traité de façon prioritaire.

La mise en place d'un dispositif réglementaire cohérent est nécessaire, mais pas suffisant. Il faut surtout appliquer les réglementations. L'exemple des pays émergents les

plus avancés d'Asie montre la présence d'un écart persistant entre les textes et leur application (les règles sur le capital minimum des banques ne sont pas toujours respectées, celles sur la division des risques le sont encore moins, etc.) ; Une sécurisation accrue des transactions financières passe aussi par l'adaptation des systèmes de paiement et règlement dans les pays émergents.

Le défi est multiple, à la fois technologique, économique, financier et réglementaire. Il existe dans les économies émergentes, comme dans les pays développés, une coordination insuffisante des autorités réglementaires domestiques. Il faut en particulier améliorer la coordination entre les autorités bancaires et les autorités de marché.

Conclusion Section 4

Les contraintes auxquelles font face les principaux pays de l'ASEAN, ainsi que la plupart des pays de l'ASEAN-5, sont des contraintes légales et réglementaires, et des contraintes techniques. Comme nous l'avons vu, la plupart des pays importants de l'ASEAN, sauf Singapour, ont une capacité limitée en matière de supervision bancaire. Pour l'Indonésie, l'indice de supervision bancaire est trop faible, cela reflète la faiblesse de la gestion bancaire de la part de la banque centrale d'Indonésie, et aussi le manque de transparence des banques commerciales. Le problème de l'Indonésie s'explique par la faiblesse de la gestion, tant technique et financière, des banques commerciales étatiques, alors que ces banques détiennent une grande partie du système bancaire indonésien. Pour les autres principaux pays de l'ASEAN, le problème de la supervision bancaire ne pose pas de grands problèmes.

En outre, les systèmes de dépôts assurance n'ont pas encore été développés pour la plupart des principaux pays de l'ASEAN. Ce système de dépôts assurance joue un rôle important pour garantir la solidité du système bancaire, mais il vient juste d'apparaître pour la plupart après la crise financière de 1997.

La fragilité et la faiblesse du système bancaire empêchent le développement des marchés de capitaux. Par crainte d'une réduction de leurs marges, les banques freinent le développement des marchés de capitaux. En plus, les institutions financières internationales, en particulier, le FMI et la Banque Mondiale, encouragent toujours le développement du secteur bancaire, car ce secteur octroie des ressources stables comparativement au marché boursier.

Pour avoir un marché de capitaux efficace, il faut avoir une bonne réglementation et un système judiciaire efficace, mais ces conditions posent problème dans les pays en développement, en particulier les principaux pays de l'ASEAN. En plus, les marchés de capitaux de ces pays sont investis par les capitaux étrangers, ce qui peut fragiliser ces marchés quand il y a de grands mouvements de capitaux, avec la conséquence que ces fonds manquent de stabilité pour permettre le développement durable du marché financier.

Les marchés boursiers des principaux pays de l'ASEAN sont aussi marqués par une concentration sur un nombre limité de grandes entreprises locales, ces entreprises exerçant une forte influence sur la volatilité du marché. Cette concentration est aussi un

problème du côté des participants au marché. Par ailleurs, la coopération financière régionale devrait être renforcée.

Conclusion Chapitre 1

Les systèmes financiers des principaux pays de l'ASEAN se ressemblent entre eux en terme de domination, c'est-à-dire qu'ils ont des systèmes financiers dominés par le secteur bancaire. Dans les pays de l'ASEAN-5, les systèmes financiers se ressemblent et sont caractérisés par le sous-développement du secteur bancaire et l'inexistence de marchés de capitaux ou des marchés de capitaux inactifs.

Les secteurs bancaires des principaux pays restent encore fragiles, à l'exception du système bancaire singapourien ; ils ne sont pas encore bien capitalisés, en particulier l'Indonésie. Les autorités indonésiennes doivent mettre en application toutes les normes internationales bancaires (les normes internationales de Bâle). Les règles prudentielles et de supervision devront aussi être mises en œuvre sérieusement par les autorités. De plus, le système de comptabilité et les réglementations doivent être également consolidés pour assurer les bonnes pratiques des banques. La bonne gouvernance au sein des entreprises est nécessaire pour améliorer et rendre les entreprises plus transparentes. La création d'un système d'assurance dépôts bancaire formel est nécessaire pour les pays où cela n'existe pas encore.

Les pays de l'ASEAN-5, c'est-à-dire les pays les moins avancés de l'ASEAN, doivent prendre des mesures strictes et montrer une forte volonté politique pour le développement de leurs systèmes bancaires qui sont encore à l'état de sous-développement, avec des services financiers très limités et inefficaces. Il faut donner plus d'autonomie aux autorités monétaires en matière de conduite de la politique monétaire et de mise en place des lois et des réglementations bancaires.

Les marchés boursiers des principaux pays de l'ASEAN se sont développés beaucoup plus rapidement durant les années 80, jusqu'au début les années 90 (avant la crise en 1997). Ces marchés boursiers se développent grâce au succès de la politique de libéralisation financière, aux investissements directs de l'étranger, et aussi aux entrées massives des fonds d'investissements en portefeuille.

Les marchés boursiers sont plus volatiles que les marchés obligataires. Après l'expérience de la crise financière de 1997, les pays de l'ASEAN ont mis l'accent sur le développement du marché obligataire, car le marché obligataire permet d'allouer des ressources stables sur le long terme. Mais il est important de rendre ces marchés obligataires plus liquides pour attirer les investisseurs tant nationaux qu'internationaux. En outre, pour la plupart des principaux pays de l'ASEAN, les marchés boursiers sont concentrés sur quelques dizaines d'émetteurs qui créent des risques sur le marché en cas de faillite. Mais il faut diversifier les émetteurs beaucoup plus pour réduire les risques créés par les entreprises peu solides ou endettées.

Il est nécessaire pour les gouvernements des principaux pays de l'ASEAN de mettre

en place des politiques qui favorisent l'accroissement du volume d'épargne domestique, et d'inciter les banques à participer ou à soutenir le développement du marché boursier. Parce qu'à moyen et long terme, les activités du marché financier ont besoin des services d'intermédiation bancaire qui permettent légitimement aux banques d'accroître leurs revenus.

Pour les pays moins avancés de l'ASEAN, il est aussi important de mieux considérer le développement des marchés de capitaux, car ces marchés peuvent dégager des ressources moins coûteuses pour les entreprises, spécialement sur les marchés obligataires. Le cadre légal et réglementaire doit être pris en compte de manière plus sérieuse pour atteindre un niveau minimum de confiance et de transparence pour les investisseurs. Nous étudions ultérieurement en profondeur les impacts des cadres légaux et réglementaires sur le développement des systèmes financiers.

Les entraves rencontrées par les principaux pays de l'ASEAN sont identiques pour les pays moins développés, comme nous allons le voir dans le chapitre 2 avec le cas du Cambodge, auquel s'ajoutent certaines entraves structurelles propres au pays. Dans le Chapitre suivant, nous présentons donc le système financier du Cambodge.

Chapitre 2. Le système financier cambodgien

Introduction

Le système financier cambodgien ne présente pas de grandes différences avec d'autres pays moins avancés de l'ASEAN ou avec les pays en transition, où le système financier est principalement caractérisé par la domination d'un secteur bancaire sous-développé et où les marchés de capitaux sont inexistant ou inactifs.

Le Cambodge a traversé une période de plus de deux décennies de guerre civile et d'économie planifiée. Durant cette période d'économie planifiée, la culture de la propriété privée et la participation du secteur privé dans la vie économique était quasiment inexiste. Le système était mono-bancaire et les banques commerciales privées n'existaient pas. Toutes les banques étaient gérées, et leurs services commercialisés, par l'Etat (la banque centrale et ses filiales provinciales). Dans ce cas, l'Etat était à la fois régulateur et opérateur de crédit.

Après les élections générales de 1993, le Cambodge a mis en œuvre une politique plus sérieuse de réforme économique vers l'économie de marché. La transition consistait principalement à libéraliser l'activité économique, les prix et le fonctionnement du marché,

et également à réaffecter les ressources vers les emplois les plus efficaces. Un autre objectif majeur était de développer des instruments indirects de stabilisation macroéconomique axés sur le marché, et de permettre une gestion plus efficace des entreprises fondée sur l'efficacité économique, assurée habituellement par la privatisation. Et enfin, assurer la mise en place d'un cadre institutionnel et juridique garantissant les droits de propriété, l'état de droit et la réglementation transparente de l'accès au marché.

La réforme du système bancaire permet aujourd'hui d'avoir une nouvelle structure qui réduit progressivement le rôle de la banque centrale dans le financement de l'économie, et en particulier le financement du déficit du budget de l'État, au profit du développement des banques commerciales privées. En outre, le système bancaire cambodgien est caractérisé par la dollarisation.

Le système financier cambodgien se compose aussi d'un système de micro-finance pour les petites entreprises dans les zones rurales. Les activités de micro-finance sont exercées par les ONG avec des fonds internationaux.

Dans ce chapitre 2 et en particulier dans la section 1, nous nous intéressons aux réformes économiques et financières qui représentent le point de départ de la nouvelle économie Cambodgienne. Ensuite la section 2 porte sur les caractéristiques du système financier cambodgien actuel issu de la mutation d'un système mono-bancaire. Dans la section 3, nous étudions le développement du secteur bancaire et la politique monétaire dans l'économie dollarisée du Cambodge. Enfin, dans la section 4, nous abordons le programme de développement du secteur financier cambodgien, et le projet de création d'un marché boursier au Cambodge.

Section 1. La réforme économique et financière du Cambodge

La réforme économique et financière du Cambodge a commencé depuis le début des années 1990, après une guerre civile cruelle qui dura plus de deux décennies avec un système économique planifié jusqu'en 1993. Après les élections de 1993, le Cambodge a déployé des actions plus sérieuses en direction de l'économie de marché, situant ses initiatives dans des perspectives à long terme : une vision du Cambodge du futur qui suggère ses objectifs et qui dessine ses orientations.

La transition d'une économie planifiée vers une économie de marché est difficile car l'idéologie de ces deux systèmes est complètement différente et contradictoire. Donc, il faut prendre du temps pour transformer le système économique, l'administration publique et les comportements du secteur privé. La transition est absolument nécessaire, mais elle requiert l'adoption de nouvelles lois et des réglementations cohérentes avec l'économie de marché, d'autant plus que les systèmes juridique et réglementaire furent complètement détruits durant la période de génocide de 1975 à 1979.

Dans la section 1 nous nous intéressons à la réforme structurelle et économique du

Cambodge, en citant les réformes de la gestion financière de l'Etat et des entreprises publiques étatiques, et enfin nous aborderons les résultats obtenus après les trois élections générales.

§1. La réforme du Cambodge vers une économie de marché

Il n'est pas facile de réformer ; pour se faire il est primordial et nécessaire d'avoir une volonté politique du gouvernement et la coopération du public.

1.1. Les réformes jusqu'à 1993

Depuis 1989, les réformes au Cambodge se sont orientées vers l'économie de marché, couvrant tous les secteurs de l'activité nationale, notamment le secteur agricole qui a subi une profonde transformation. Au départ et selon des formules diverses, la propriété privée de la terre fut autorisée ; la taxe foncière sur l'agriculture fut supprimée ; les fermiers acquièrent la liberté de vendre leurs produits directement sur les marchés. La libéralisation des prix est largement assurée et les importations privées sont libérées. La libéralisation du commerce extérieur est alors totale (sauf pour l'exportation du riz, libérée en 1995, et quelques autres produits spécifiques : bois, caoutchouc, or et argent).

Dans le secteur public et notamment les entreprises publiques, le processus de réformes a été mené graduellement. D'abord, les entreprises publiques ont vu leurs comptes individualisés par rapport au budget de l'Etat, bien qu'elles aient continué à recevoir de ce dernier les fonds nécessaires à leurs investissements et à la couverture de leurs déficits. Actuellement les entreprises publiques ont gagné totalement leur autonomie technique et financière. Toutefois, les contraintes budgétaires auxquelles se heurtaient, tant l'Etat que les entreprises publiques, n'ont pas permis à cette autonomie de se développer pleinement.

1.2. Les réformes s'accélèrent à partir de 1993

La Constitution de 1993 est venue couronner cette évolution en adoptant explicitement et définitivement le principe de l'économie de marché comme système de développement économique et social pour le Cambodge. Plus particulièrement :

- Toute personne physique ou morale a droit à la propriété ;
- Seule une personne physique ou morale de nationalité khmère (cambodgien) bénéficie du droit de propriété foncier ;
- Une personne ne peut être privée de son droit de propriété que pour des raisons d'utilité publique stipulées par la loi, moyennant une juste et préalable indemnité ;
- Tout citoyen a le droit de vendre sa production. Il est interdit d'obliger les particuliers à vendre leur production à l'Etat ou d'utiliser à des fins privées les biens de l'Etat sauf dans des cas particuliers autorisés par la loi.

L'Etat se désengage de ses activités de production et de commerce et réoriente son rôle vers ses fonctions traditionnelles en économie de marché, de stabilisation

macro-économique, de développement des infrastructures de base et sociales et de réglementation des activités nationales. Les entreprises publiques ont fait l'objet d'un cadre légal de privatisation mis en œuvre progressivement, les entreprises restant dans le secteur public devant être gérées selon les règles du marché, tout en étant soumises à une loi spécifique régissant les relations Etat-Entreprises publiques²³⁰.

Dans le secteur financier, en dehors des finances publiques et des services financiers, le gouvernement a adopté une loi sur la Banque Nationale du Cambodge (Banque centrale) qui donne à cette dernière pleine autorité sur la gestion monétaire. La loi sur les changes a été promulguée et élimine les rares restrictions qui demeuraient dans ce domaine. Mais, déjà, la Banque Nationale du Cambodge (BNC) a adopté un système de change lié au marché, tout en conduisant de temps à autre des interventions sur ce marché destinées à contrecarrer les éventuelles fluctuations spéculatives de la monnaie nationale. En même temps, une loi sur les banques commerciales est en instance d'approbation, visant à améliorer l'organisation du secteur, à renforcer les conditions de création des banques et à mettre en place un système de supervision des activités bancaires.

En vue de soutenir l'investissement privé, le gouvernement a adopté une loi d'investissement dès août 1994, suivi d'un décret d'application en décembre 1997 ; en 2001 cette loi a été amendée pour mieux attirer les investissements. Cependant le régime ainsi mis en place apparaît plus libre et plus ouvert que les législations en la matière des pays de la région. Comme ligne de conduite, dans le contexte d'intégration à l'ASEAN, le gouvernement a décidé d'aligner l'ensemble des législations commerciales sur celles appliquées dans la région, et des révisions de textes seront entreprises dans ce sens.

Plus généralement, afin de mieux asseoir l'environnement propice à l'économie de marché, le gouvernement s'emploie à consolider l'Etat de Droit et à renforcer la bonne « gouvernance », comme fondement du développement économique et social national.

§2. La réforme de la gestion économique de l'Etat

La bonne maîtrise des finances publiques est la principale condition pour le développement économique. Et pour ce faire, en plus de la totale cohésion gouvernementale en matière de gestion des affaires de l'Etat, des mesures concrètes seront nécessaires.

2.1. La politique de réforme économique

Après la fin du régime de Pol Pot (1979), le Cambodge, après avoir mis en place un système économique centralisé (socialiste de type soviétique), a progressivement réformé sa gestion économique depuis 1985, en renforçant la propriété privée. L'Etat a laissé un rôle important dans les activités économiques au secteur privé, en fermant ou privatisant les entreprises publiques.

²³⁰ Les entreprises publiques (ou étatiques) sont gouvernées par les règles du marché mais sont soumis à la loi sur les entreprises publiques.

Depuis 1985, le secteur privé s'agrandit petit à petit, et joue un rôle de plus en plus important dans l'économie cambodgienne. L'Etat joue seulement le rôle de régulateur et rend des services au peuple. Les entreprises publiques répondent aux mêmes lois que les entreprises privées. Le Cambodge s'est ouvert aux investisseurs étrangers et encourage les investissements privés, en donnant la nationalité cambodgienne si la somme investie atteint le montant fixé par la loi.

En janvier 2005, le Gouvernement du Cambodge a lancé un programme de réforme de la gestion des finances publiques (*Public Financial Management Program*) en donnant un rôle important au Ministère de l'Économie et des Finances. Ce Ministère est le premier qui a lancé ce vaste programme de réforme qui touche toutes les activités, la collecte des recettes et les dépenses. Ce programme donne aux fonctionnaires plus de responsabilité, et a simplifié le processus de décision qui auparavant était compliqué²³¹ et demandait beaucoup de temps. Cette réforme a aussi touché les autres ministères.

2.2. Le renforcement des réformes fiscales

La fiscalité cambodgienne est gérée par deux lois : la loi relative aux finances publiques qui remplit la fonction de collecte des recettes, tandis que la loi relative aux investissements privés concerne les problèmes d'exemption des taxes (pour des raisons de développement). Or, malheureusement depuis sa naissance en 1993, cette loi relative aux investissements privés s'étant avéré contre-productive, elle a été amendée plusieurs fois pour encourager les investissements privés. En effet, dans ancienne loi, les coûts de l'incitation fiscale s'avéraient trop élevés. Selon certaines estimations, rien que pour les droits de douanes, ils s'élevaient à près de 100 millions de dollars pour un investissement direct de l'étranger de 200 millions de dollars.

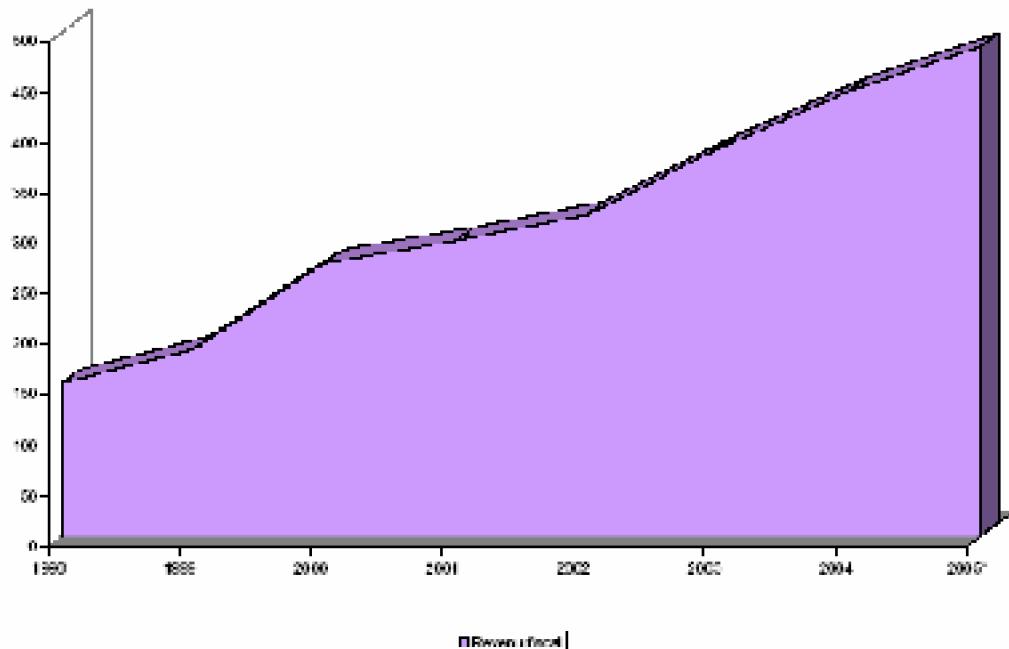
Cette exonération encourage des fraudes et tue les produits locaux et la saine concurrence dans le commerce. Un simple exemple pour les ciments importés, qui, même avec le baht thaïlandais relativement cher, ont un prix hors taxe plus faible que le prix des ciments locaux. En plus, des cas de fraudes ont été relevés sur la quantité de ciment importé nécessaire pour des projets d'investissement. C'est pour cette raison que le mécanisme de l'inspection avant embarcation (*Preshipment Inspection*) a été institué, qui a été malheureusement malmené par des groupes de pression. D'un autre côté, le mécanisme de *monitoring* qui a été institué au sein du Conseil de Développement du Cambodge (CDC), avec la participation de la Direction des Impôts et de la Douane, pour le contrôle des investissements réels n'a pas fonctionné d'une manière satisfaisante. La nouvelle loi sur l'investissement a aussi donné une redéfinition des mécanismes d'exonération fiscale²³².

Le gouvernement a introduit la Taxe sur la valeur ajoutée en 1994 au taux unique de 10%. Récemment, le gouvernement a aussi introduit la taxe foncière, les impôts sur le revenu, les taxes sur les alcools et les cigarettes, et a élargi la base d'imposition (*tax base*) pour augmenter les revenus de l'Etat. Mais la gestion de la collecte des impôts

²³¹ Paper on Public Financial Management Reform Programme (PFM/MEF), Ministère de l'Économie et des Finances, 2005.

²³² PFM/MEF, 2005, op. cit..

reste inadaptée. Le ministère de l'Economie et des Finances a imposé aux entreprises de payer leurs taxes par chèque, ce qui permet de collecter les taxes de manière plus rapide et efficace. En même temps, les fonctionnaires des impôts doivent être formés en matière de comptabilité et d'audit des comptes des entreprises.



Note : * est la valeur estimée en se basant sur les données fin 3e trimestre de l'année 2005.

Figure 3. L'accroissement des recettes fiscales (en milliards de riel²³³)

Source : Le Service fiscal, Ministère de l'Economie et des Finances, 2005.

En effet, les capacités des fonctionnaires des impôts sont encore limitées, mais, avec des efforts, il est possible d'accroître les recettes fiscales comme indiqué dans la Figure 3. Il est nécessaire de se souvenir que ces recettes représentent presque la moitié des recettes totales de l'Etat.

De l'autre côté, le service des Douanes est aussi sur le chemin de la réforme, avec des mesures ordonnées par le Premier ministre pour lutter contre la fraude. Et la mise en

²³³ Le riel est le nom de la monnaie cambodgienne.

place d'un système électronique de gestion des données permet une gestion des recettes douanières plus efficace. Les recettes douanières sont la part la plus importante dans les recettes totales de l'Etat. Donc, la réforme de ce secteur est très importante pour la viabilité du gouvernement. Mais la réforme est très difficile dans ce secteur pour le Cambodge comme pour les autres pays pauvres, car le directeur des douanes est toujours un homme puissant qui entretient des bonnes relations avec les hauts fonctionnaires du gouvernement.

En outre, les recettes non-fiscales sont aussi importantes dans le budget de l'Etat. Par exemple, l'exploitation des produits forestiers peut contribuer très positivement au développement économique, si cette exploitation est saine, maîtrisée et menée dans le cadre d'une gestion durable. Ces recettes des ventes de bois permettraient en outre de financer très largement la réforme administrative et les infrastructures physiques du pays qui se montent en centaines de millions de dollars²³⁴. Il est certain que, sans mesures sérieuses en matière d'exploitation de la forêt et des autres ressources naturelles, le gouvernement cambodgien pourra difficilement se passer des contributions des bailleurs de fonds pour développer le pays. Là aussi, cette réforme est une des conditions nécessaires pour que les bailleurs de fonds débloquent leurs aides. Cette réforme a été mise en place par le ministère de l'Economie et des Finances et le ministère de l'agriculture, des forêts et la pêche²³⁵.

2.3. Le renforcement des institutions mobilisant l'épargne

En premier lieu, la mise en ordre du système bancaire est nécessaire. L'adoption de la loi sur le système bancaire est impérieuse. En effet, le rôle fondamental du système bancaire est de mobiliser l'épargne intérieure pour financer l'économie. Les banques commerciales prêtent peu par rapport à ce qu'elles reçoivent comme dépôts et transfèrent le reste à l'étranger. Cette situation est inacceptable, notamment, dans un pays où le besoin de financement à l'économie est extrêmement pressant.

D'autre part, la stratégie et la politique bancaire et monétaire doivent être aussi revues. En matière bancaire, des mesures de contrôle doivent être plus strictes. En matière monétaire, il faut accepter la réalité du Cambodge où il y a deux principales monnaies qui circulent totalement librement, le dollar et le riel. La politique monétaire et de crédit doit être adaptée à cette réalité. Avec les incertitudes politiques liées aux élections, la fuite de dollars à l'étranger s'intensifie et s'effectue librement sans que des mesures strictes ne soient prises. Les mesures actuelles pour arrêter ce fléau n'ont pas donné les résultats escomptés.

Pour que le dollar reste à l'intérieur du pays, il est évident que la stabilité politique est primordiale. Mais des mesures techniques s'avèrent aussi impérieuses. Par exemple, une fois les élections passées, on fera rentrer dans le système productif les dollars en

²³⁴ Les estimations faites par l'Assistance Technique du JICA, Japon, le rapport du département de la propriété de l'Etat, Ministère de l'Économie et des Finances, 3ème version, 2004.

²³⁵ Le rapport fait par le département de la propriété de l'Etat sur les revenus des forêts, Ministère de l'Economie et des Finances, 2003.

circulation hors du circuit bancaire (épargne non contrôlable), par le biais du financement bancaire mixte : les entreprises et les banques privées se financent en dollars et la BNC re-finance en riels. Le ministère de l'économie et des finances, et la BNC se doivent de coopérer encore plus étroitement, notamment pour contrôler la masse monétaire.

Pour que la mobilisation de l'épargne (intérieure comme extérieure) soit efficace, et pour que cette épargne soit convertible rapidement en investissement productif, une réforme institutionnelle des départements importants, à commencer par les Douanes et les services fiscaux du ministère de l'économie et des finances, soutenue par la volonté ferme du gouvernement, est essentielle.

Il est très important de développer le système financier en renforçant le droit des créanciers (*right of creditors*). Le système juridique est également en cours de réforme et le code civil est aussi en train de changer. Le Cambodge est un pays pratiquant la tradition du système juridique français où les mesures pour l'application des lois sont insuffisantes et compliquées. Donc la BNC, en tant qu'autorité monétaire, doit considérer sérieusement le problème des droits des créateurs et défendre leurs intérêts. En outre, elle doit former les banquiers centraux et les banquiers commerciaux en matière d'analyse des risques propres aux entreprises.

§3. Les résultats après les trois élections générales

Les succès enregistrés jusqu'à présent ont été grandement facilités par le soutien généreux des partenaires extérieurs, bilatéraux, multilatéraux et ONG, sous forme de conseils techniques, de transfert de connaissances et de financements pour des investissements en capital.

3.1. Les démarches menant à la stabilité du développement

Les conflits politiques ont définitivement pris fin en 1998 (la deuxième élection), car en juillet 1997 s'est déroulé un événement politique grave qui a touché la sécurité nationale du pays. Nous pouvons dire que le Cambodge a retrouvé complètement la paix à partir de l'élection de 1998, lorsque tous les partis politiques se sont réunis pour former un gouvernement de coalition.

Avec la crise politique intérieure du pays, la crise financière qui a secoué l'Asie a également eu diverses répercussions sur les performances économiques de 1997 et de 1998. L'impact de la crise a eu pour conséquence un ralentissement de la croissance économique, une poussée inflationniste notamment en 1998, de fortes difficultés de gestion des finances publiques – sous l'effet de dépenses croissantes et de recettes insuffisantes pour les couvrir – et une nette réduction des investissements aussi bien publics que privés. À partir de 1999 jusqu'à la fin 2005, le pays a su limiter l'impact de la crise, et a pu ainsi assurer son développement économique avec une croissance en moyenne de 6%²³⁶.

Du côté de la politique monétaire et financière, outre la maîtrise de l'inflation et une

²³⁶ *Revue économique et financière*, Ministère de l'Economie et des Finances, Cambodge, première semestre, 2005.

sauvegarde raisonnable de la parité Riel/Dollar, d'importants progrès ont été enregistrés dans la réforme du système bancaire, dans le développement de la capacité de la Banque Nationale du Cambodge d'exercer la supervision des banques commerciales, dans l'amélioration de l'efficacité du système de change basé sur le marché et dans l'amélioration des politiques et pratiques de crédit rural, en passant par l'encouragement du micro-crédit et de la mobilisation de l'épargne.

De nombreuses réformes attendent encore d'être abordées, et bon nombre de mécanismes et de procédures ne sont pas encore devenues pleinement opérationnels. L'adoption de nouvelles lois se fait très lentement : la loi sur les valeurs mobilières, la loi sur les faillites, la loi sur la sécurité des transactions, le code civil et la loi sur les sociétés commerciales n'ont été adoptées qu'en mai 2005, et celle sur le système de paiement et les instruments financiers négociables en qu'octobre 2005. Il y a beaucoup de lois fondamentales qui sont nécessaire pour le fonctionnement de l'économie cambodgienne, mais le système politique du Cambodge me semble très compliqué et demande trop de temps.

Le programme des dépenses publiques et l'établissement des priorités en matière d'investissement souffre encore d'incohérence, et les dépenses courantes pour les administrations civiles et militaires sont encore excessives en regard du poids qu'elles représentent dans le budget de l'Etat. En quelques mots, le développement du pays à moyen terme se trouve sérieusement handicapé par des problèmes ayant trait à la mobilisation des recettes et la collecte des revenus, à la gestion des dépenses, et aux difficultés de gouvernance.

3.2. La gestion macro-économique : contraintes et évolution

La crise financière en Asie, les conflits politiques intérieurs de juillet 1997 et les autres problèmes présents dans la région ont provoqué une détérioration des principaux indicateurs macro-économiques qui s'est reflétée dans la réduction des flux d'investissements extérieurs directs et de l'aide publique au développement, dans la fuite des capitaux et la chute des revenus budgétaires. Le Gouvernement a réagi à la crise régionale, aux répercussions des conflits politiques de la mi-1997 et aux autres problèmes en imposant une discipline budgétaire stricte, en renforçant la mise en œuvre des réformes fiscales, en arrêtant les fuites de capitaux, en régulant les taux de change à travers des interventions et en améliorant le climat des investissements – en particulier par la restauration de la stabilité politique.

En ce qui concerne les investissements, la situation en 1997 et 1998 révélait une baisse importante qui reflétait une décélération des activités économiques et un ralentissement de l'assistance internationale et des investissements extérieurs par rapport aux niveaux de 1996. Ceci s'explique par les conflits politiques internes et les turbulences économiques qui ont balayé la région du Sud-Est asiatique.

Les investissements publics, pour une grande partie financés sous forme d'assistance extérieure, ont accusé une baisse d'environ 32% en 1997, et leur volume en 1998 a été au même niveau que celui de 1997²³⁷ (la baisse brutale de l'assistance de la part des communautés internationales était causée par l'événement politique grave de

juillet 1997, en accusant le Premier ministre à fait le coup d'Etat le Premier ministre Prince Norodom Ranaridh qui a résulté d'élection générale en 1993 organisé par l'ONU). En conséquence, la croissance économique a enregistré son niveau le plus faible depuis 1993, avec un taux de 1% en 1997 et une croissance quasiment nulle en 1998 en termes réels, ce qui reflète le marasme qui a frappé l'ensemble des secteurs à des degrés variables : une faible croissance de la production agricole, le riz et la pêche notamment ; une stagnation du secteur tertiaire – due particulièrement à une chute des activités dans le commerce et l'hôtellerie/restauration, et une réduction marquée de la production du secteur industriel dans son ensemble et de l'exportation des activités manufacturières.

Heureusement à la fin 1998, les deux grands partis politiques (le parti du peuple cambodgien-CPP et le FUNCINPEC-parti royaliste) se sont réunis et ont organisé l'élection générale de 1998. Depuis la formation du nouveau gouvernement en 1999, la situation politique et économique semblent s'améliorer progressivement, la confiance des investisseurs nationaux et internationaux revient, et les communautés internationales continuent d'aider le Cambodge. Et l'environnement politique et économique est favorable à la croissance économique. La stabilité politique et la réforme fiscale ont ainsi favorisé une augmentation progressive des flux d'investissements étrangers dans la région.

3.3. L'administration publique

La réforme de l'administration et de la fonction publique a souvent été présentée comme la voie devant mener à la réduction des effectifs de fonctionnaires et employés de l'Etat. Certes, la prolifération de la fonction publique au Cambodge a fini par faire de l'administration un véritable «chantier de chômage²³⁸ » pour des personnels dont le recrutement ne répond à aucun besoin effectif de service public. Le secteur public constitue ainsi un poids important dans la dépense publique – les fonctionnaires et agents publics civils représentent au Cambodge 1,5%²³⁹ de l'ensemble de la population, contre une moyenne de 0,75%-0,8% pour des pays similaires du point de vue du niveau de développement et de la densité des services publics fournis aux citoyens. Sous l'angle économique, les charges publiques courantes font apparaître les salaires comme premier poste de dépenses et comme le poste qui croît le plus fortement.

La masse salariale de l'administration publique absorbe plus ou moins la moitié des dépenses courantes. Plus des deux tiers de cette masse sont attribués à la Défense-Sécurité, compte tenu que cette dernière monopolisait entre 46,2% en 1998 et 59,1% en 1994 du total des dépenses courantes, niveau qui a baissé graduellement à

²³⁷ L'institut national de statistique du Cambodge, 1999.

²³⁸ Il est normal pour les pays en transition (ex-socialiste), car dans le système politique et économique de l'économie planifiée, il n'existe pas de chômage. C'est l'Etat qui embauche. Au Cambodge tous les étudiants sortant des universités ou des écoles professionnelles sont employés dans le secteur public (tous sont embauchés par l'Etat). C'est pour ça que la réforme touche d'abord les cadres fonctionnaires qui sont trop nombreux, et qui constitue une lourde dépense pour le budget de l'Etat.

²³⁹ Avec la réforme intense de l'administration publique cambodgienne depuis 1998, ce chiffre a baissé mais reste encore plus élevé que le chiffre moyen.

environ 18%-23% de 2003 à 2005²⁴⁰.

La problématique administrative au Cambodge est en réalité ardue. Elle se pose en termes de passage de l'économie centralisée à une économie de marché, et de la capacité de l'administration en place à assumer son rôle dans cette nouvelle optique. Compte tenu du rôle dont l'Etat est en train de s'investir, la réforme devrait aboutir à mettre en place une administration de gestion moderne et une administration de soutien au développement.

3.4. Les institutions financières

Les réformes relatives au système financier, comme la loi bancaire et loi sur les assurances, sont mises en place lentement. Ce rythme est dû au manque de fonctionnaires qualifiés, au manque d'expérience et à des réglementations inadaptées à la situation actuelle du marché, spécialement concernant le secteur de l'assurance. La Banque Nationale du Cambodge (BNC), déjà dotée de ses statuts, manque encore de moyens juridiques et techniques pour mener le système financier à plus de discipline, de transparence et de responsabilité. Or, le système financier est à la base de la mobilisation de l'épargne nationale. Tant que le système financier n'inspire pas confiance totalement à une grande partie du public, il ne faut pas s'attendre à une telle mobilisation dans ce secteur.

Un expert du FMI auprès de la BNC a conseillé à la BNC et à la MEF de se lancer dans l'émission de bons du trésor. Ce conseil a été mis en application par les deux autorités en 2001, mais l'idée ne fonctionne pas à cause du mauvais fonctionnement et de la mauvaise utilisation des fonds. À l'heure actuelle (fin 2005), le gouvernement n'émet plus ces bons de trésor, et les bons émis ne sont achetés que par les institutions financières publiques. Le public n'a pas encore confiance dans le secteur public. En particulier, le budget de l'Etat n'est pas crédible, la corruption est forte dans le processus de déboursement du budget de l'Etat et les taux d'intérêt de ces bons sont plus bas que les taux de marché, sans compter que le coût de la méfiance n'est pas inclus²⁴¹.

La loi sur les assurances a été adoptée en 2000 et son décret d'application en 2001. Cette loi nouvellement adoptée permet de développer le secteur de l'assurance, car auparavant il n'était soumis à aucune loi. La loi elle-même n'est pas adaptée à la situation actuelle de l'économie cambodgienne, car elle oblige les compagnies d'assurance à avoir un capital trop élevé par rapport à la taille du marché de l'assurance. L'application de cette loi a entraîné la fermeture d'une compagnie d'assurance nommée Indochine qui n'a pas pu remplir les exigences en terme de capital. La décision de fermeture s'est faite par le Ministère de l'Economie et des Finances. Donc, cette ambiguïté en matière de liquidation ou de fermeture est causée par une loi insuffisamment précise.

Pour les banques commerciales, la BNC a décidé d'augmenter le capital minimum

²⁴⁰ Le budget du gouvernement, Ministère de l'Economie et des Finances, 2003, 2004, et 2005.

²⁴¹ Le coût de la méfiance est un coût supplémentaire pour les produits financiers qui n'attirent pas suffisamment la confiance du public. Si un produit est risqué, il requiert un taux de rendement un peu plus élevé qu'un produit moins risqué.

pour que le secteur bancaire soit plus stable et plus fortement capitalisé. Cette augmentation a entraîné la fermeture d'une dizaine de banques commerciales locales et celle d'agences de banques étrangères. Cette politique d'augmentation du capital est plus concentré sur le secteur bancaire, qui comprend quelques grandes banques avec une dizaine de petites banques commerciales (voir plus en détail dans la prochaine section).

Seule l'accélération des réformes relatives au système financier permettrait aux secteurs détenteurs de capacité de financement de courir un risque raisonnable en prêtant aux secteurs ayant besoin de financement. Le projet de loi relatif au marché boursier pourra voir le jour, lorsque le système financier se sera mis au niveau des conditions de fonctionnement normales en économie de marché.

L'épargne nationale a augmenté progressivement depuis 1993. La plus grande proportion de l'épargne est en devises étrangères, principalement en dollars américains. Cette augmentation de l'épargne nationale dans le système bancaire est un indicateur qui montre le regain de la confiance dans le système bancaire. Cet indicateur est un élément important dans le projet de création d'un marché boursier au Cambodge.

Conclusion Section 1

La réforme économique et financière du Cambodge est en bonne voie vers une économie de marché qui fonctionne par la loi du marché et par la concurrence entre les acteurs privés. Dans le secteur public, le gouvernement a réformé l'administration publique, réduit les effectifs des fonctionnaires et des militaires, et il a donné plus d'autonomie aux entreprises publiques en matière de gestion technique et financière. Dans les entreprises publiques, l'Etat est juste un simple actionnaire comme les autres actionnaires privés, mais en plus il joue un rôle de régulateur sur le marché. Les entreprises publiques et privées sont soumises aux mêmes lois et règles du marché, contrairement à la situation antérieure, où sur le marché il n'existe que l'Etat comme régulateur et les entreprises publiques comme acteur (l'Etat gérait toutes les activités commerciales des entreprises publiques, et les entreprises privées étaient quasiment inexistantes). Les nouveaux changements favorisent l'environnement compétitif et le développement du secteur privé.

Le budget du gouvernement a subi de nombreuses réformes notamment avec la réduction des dépenses inutiles ou improductives (militaires) au profit des dépenses dans les infrastructures physiques, l'éducation, la santé et le développement rural. La bonne mise en place du programme de réforme de la gestion des finances publiques (PFM) lancé en 2005 sera cruciale pour la crédibilité de l'Etat. Il est important de sélectionner les fonctionnaires avec les capacités et la motivation pour appliquer ce programme. Car celui-ci a donné une rémunération supplémentaire aux fonctionnaires qui ont ces capacités, mais la sélection doit être stricte et basée seulement sur leur compétence et non sur leur position (car il existe des fonctionnaires ont des positions mais pas de capacité à travailler, ni la volonté de développer leur pays, visant seulement leurs propres intérêts !!!). En tout cas, la réforme économique et financière du Cambodge a progressé remarquablement durant les 15 dernières années, mais sa poursuite reste liée aux efforts et à la volonté du gouvernement.

Dans la section 2 nous nous intéressons à explorer le système financier cambodgien, qui se caractérise par la domination d'un système bancaire embryonnaire ainsi que par des activités de micro-finance dans les zones rurales et une importante finance informelle. Les marchés de capitaux n'existent pas au Cambodge à l'heure actuelle.

Section 2. Les caractéristiques du système financier cambodgien actuel

Comme nous l'avons vu précédemment, un système financier est généralement constitué de deux composantes importantes : premièrement le système bancaire, qui joue un rôle central dans le processus de collecte de l'épargne nationale et internationale, et ensuite les transferts en crédit vers le secteur productif. Dans les pays en développement, le système bancaire joue un rôle plus important par rapport au deuxième composant qui est le marché financier. Au Cambodge la deuxième composante n'existe pas pour l'instant. Le gouvernement a adopté un programme de développement du secteur financier pour la période 2001-2010, dans le but de développer un marché obligataire et ensuite de créer un marché boursier.

Le système financier cambodgien est le fruit de la transformation d'un système mono-bancaire en système bancaire à deux niveaux (*Two tired banking system*). La réforme du système bancaire a permis la création d'une banque centrale, et la loi bancaire encourage à présent l'établissement des banques commerciales privées. Cette nouvelle structure du système bancaire a réduit progressivement le rôle de la banque centrale dans le financement de l'économie, en particulier pour le financement du déficit du budget de l'État. Cette baisse du rôle de la banque centrale dans le financement de l'économie a favorisé le développement du secteur bancaire privé. Mais le système bancaire cambodgien est quasiment dollarisé avec des entrées massives de capitaux en dollars durant la période de faible régulation bancaire. Le système financier dollarisé actuel du Cambodge est principalement composé du système bancaire et de la micro-finance.

Ici, nous étudions dans un premier temps l'histoire du système bancaire cambodgien, qui décrit la mutation du système. Ensuite, nous aborderons le système bancaire actuel, puis les résultats obtenus par la réforme bancaire, la dollarisation du système bancaire et enfin la micro-finance.

§1. L'histoire du système financier cambodgien

Revenu au sein de la communauté internationale après des années de guerre civile et d'occupation, le royaume du Cambodge gère ses affaires de manière autonome depuis l'élection générale de mai 1993. Après des débuts fortement laborieux, le Cambodge est parvenu depuis lors à réaliser des performances encourageantes et à atteindre une certaine stabilité sur le plan macro-économique. Cependant, le défi le plus important auquel ce pays reste confronté réside dans la nécessité d'organiser un système efficace

d'intermédiation financière en Riels. Dans ce pays, où le système bancaire ne s'est jamais vraiment bien implanté, le manque de confiance dans la monnaie nationale (triste et lourd héritage des Khmers Rouges²⁴²) s'est traduit par une fuite de capitaux vers l'or et les devises et un recours minimum du public auprès des banques commerciales. Des initiatives ont donc été prises pour encourager l'utilisation de la monnaie nationale et pour développer le système bancaire.

Avant la réforme établissant une économie de marché, le système bancaire du Cambodge était caractérisé par un système mono-bancaire, c'est-à-dire sans banques commerciales privées. Les agences de la banque centrale jouaient le rôle de banques commerciales, en octroyant des crédits et en proposant des services financiers.

1.1. Une histoire très mouvementée

Durant presque un siècle (de 1863 à 1953), le Cambodge fut sous protectorat français. Sous l'égide de la «*puissance protectrice*», il était inclus dans une entité appelée Fédération indochinoise avec deux autres pays voisins, le Laos et le Vietnam. Le système bancaire propre au Cambodge n'existe pas encore et l'émission de la monnaie était confiée à la Banque d'Indochine relevant directement des autorités monétaires françaises. L'unité monétaire, le *piastre*, commune aux trois États associés, était la monnaie légale et elle avait un pouvoir libératoire illimité sur tout le territoire de la Fédération.

Après la seconde guerre mondiale, sous la poussée des mouvements de libération des peuples colonisés, la France a dû leur octroyer plus d'autonomie. Ainsi, le Cambodge pour sa part est devenu un Etat indépendant par le Traité du 9 novembre 1949. Cependant, il restait membre de l'Union française en qualité d'Etat associé avec le Laos et le Vietnam. Cette indépendance cambodgienne demeurait néanmoins relative, puisque certains domaines comme la police, les armées ou les affaires étrangères relevaient encore de la «*puissance protectrice*».

L'autonomie de l'autorité monétaire du pays est alors à l'ordre du jour. De juillet à novembre 1950, des négociations quadripartites entre «*protecteur*» et «*protégés*» se tiennent à Pau et aboutissent à la signature, entre autres, d'un Traité sur la création d'un institut d'émission inter-États remplaçant la Banque d'Indochine. Dès janvier 1952, l'Institut commence à émettre des billets revêtant des vignettes différentes pour les trois Etats, mais toujours libellés en piastres. Les piastres émises doivent, selon les statuts de l'Institut, être couvertes par des avoirs libellés soit en francs, soit en or, soit en devises. Le montant de l'encaisse doit être au moins égal à la contre valeur de 50% de la circulation fiduciaire. La piastre reste en effet rattachée à la « zone franc » puisque sa garantie est constituée uniquement par des avoirs en francs non convertibles.

À la recherche de leur indépendance monétaire, les Etats associés participent le 26 août 1954 à la Conférence de Paris qui aboutit au transfert par la France de la

²⁴² Le Régime des Khmers rouges c'est le régime de génocide, dirigé par Pol Pot de 1975 à 1979. Durant cette période des Khmers rouges, il y n'existe pas de banque centrale, ni de monnaie, ni de système bancaire et financier, ni de marché et même le troc était interdit. La monnaie du régime royaliste avant de Khmer rouge n'était plus reconnue comme un moyen de transaction ou une valeur pour éliminer les dettes etc.

souveraineté monétaire aux Etats associés. Le Cambodge pour sa part doit désigner avant le 1er janvier 1955, l'établissement devant recevoir le privilège d'émission. C'est ainsi que naquit des cendres de l'Institut d'émission de l'Union française, la Banque Nationale du Cambodge (BNC), banque centrale en vertu du kram (loi) N.° 922-NS du 23 décembre 1954²⁴³.

1.2. La loi sur la banque centrale (décembre 1954)

La BNC prend la forme d'une société d'économie mixte régie par le droit privé, sans qu'aucune action n'appartienne cependant à des personnes privées. Elle a le privilège d'émettre sur tout le territoire national des billets de banque au porteur libellés en riel, tandis que l'émission des pièces métalliques relève de la compétence du Trésor Public. On peut dès lors parler d'un système bancaire cambodgien qui est assez libéral, puisque les banques locales et étrangères peuvent coexister dans le pays, toutefois sous la supervision et le contrôle de la BNC.

En 1963, sous l'influence d'un groupe de députés de gauche dont les chefs de file sont Hou Nim, Hou Yuon et Khieu Samphan, une réforme économique est mise en place et se solde par la nationalisation des professions bancaires et d'assurance. Le Kram N.° 154-CE du 16 décembre 1963 aboutit à la transformation du statut juridique de la BNC en banque centrale d'Etat revêtant la forme d'un établissement public à caractère industriel et commercial. Cependant, ce changement de forme théorique n'a pas eu lieu dans les faits, puisque depuis sa création, la BNC dispose d'un capital entièrement étatique et verse ses bénéfices nets au budget national.

La nationalisation de la profession bancaire a suscité la création d'un certain nombre d'établissements bancaires et para-bancaires publics qui devaient prendre la relève des banques privées en liquidation. Ainsi, le Kram N.° 153-CE du 16 décembre 1963 a donné lieu à la création de la Banque Khmère pour le Commerce, et six mois plus tard, le Kram N.° 189-NS du 15 juin 1964 a institué la banque Indiana Jati (FMI-Cambodge, 2000)²⁴⁴.

Pour répondre au besoin pressant de liquidités, le gouvernement avait dû dans la foulée créer d'autres établissements de crédit comme la Caisse Nationale d'Equipement créée en mai 1956 et devenue en novembre 1969 la Banque cambodgienne de développement, la Banque Agricole Paysanne créée en décembre 1969, et l'Office Royal de Coopérative créé en juin 1956 et devenu en 1970 l'Office National de Coopérative (FMI-Cambodge, 2000)²⁴⁵.

Cependant, les difficultés économiques dues à la suspension de l'aide américaine, à la faillite des entreprises d'Etat, à l'instabilité politique et aux fuites de capitaux, ont révélé l'incapacité du système bancaire à fournir les liquidités dont le pays avait tellement besoin.

²⁴³ Le rapport de recherche fait par l'office du FMI au Cambodge, 2000.

²⁴⁴ op. cit., p. 12.

²⁴⁵ op. cit., p. 15-19.

Avant 1975, le système bancaire cambodgien fonctionnait comme les autres pays en développement avec des lois et réglementations comme dans un Etat de droit. Malheureusement, durant le régime de génocide Pol Pot (1975-1979), l'Etat de droit a été complètement détruit, les lois et les réglementations ont toutes été supprimées, et l'on peut dire c'était devenu un pays de sauvage (c'est le rapport de force qui joue). La Constitution aussi a été entièrement supprimée. Pas de monnaie, pas de marché, pas de négoce...Quand le régime de Pol Pot prend fin, le Cambodge repart de ce que certains appellent l'année zéro, parce que tout est détruit. Ainsi, les lois et les réglementations au Cambodge sont nouvelles, ou n'existent pas encore. Nous abordons donc dans le paragraphe qui suit, l'évolution du système bancaire cambodgien depuis l'effondrement du régime de Khmer rouge jusqu'à la période actuelle.

§2. La structure actuelle du système bancaire

L'abolition totale de la monnaie durant la période 1975-1979 et la disparition de toute intermédiation financière voulue par les Khmers rouges constituent encore aujourd'hui un handicap au développement d'un système bancaire moderne et efficace au Cambodge. Si le régime pendant la période de 1979-1993 a contribué au rétablissement des institutions bancaires, celles-ci ne fonctionnaient que pour financer l'économie planifiée. Cependant, ce régime a eu le très grand mérite, premièrement de restaurer le système bancaire vers la fin de 1979, et deuxièmement de restructurer à partir de 1989 pour l'adapter aux nouvelles données de l'économie. En somme, le pays était encore soumis à un système mono-bancaire où la Banque Centrale ne servait que de guichet au Trésor Public et ce, malgré l'effort de libéralisation de l'économie consécutif à l'accord de paix de Paris (1991).

Après l'installation du premier gouvernement démocratique issu des urnes en octobre 1993, le mouvement de libéralisation s'accélère pour reconstruire le pays dont l'infrastructure a été laissée dans un piteux état après trente ans de guerre. C'est ainsi qu'en 1994 le Code d'investissement a été voté et appliqué, et qu'en 1996 une loi confère le statut de Banque Centrale à la Banque Nationale du Cambodge. Ainsi, désormais les banques nationales et étrangères coexistent sous la supervision de la BNC tandis que les ONG distribuent les crédits dans les zones rurales.

2.1. La Banque Nationale du Cambodge

Conformément à l'article 57 de la Constitution du Royaume du Cambodge de 1993, un Kram (loi) de 1996 a consacré la création d'une Banque Centrale : la Banque Nationale du Cambodge (BNC).

2.1.1. L'organisation de la BNC

La BNC est constituée sous la forme d'un établissement public à caractère commercial et industriel dont l'Etat détient la totalité du capital. Elle est administrée par un Conseil d'Administration composé de 7 membres dont le Président est le Gouverneur, assisté du Vice-gouverneur et de 5 autres membres, à savoir un fonctionnaire représentant la Présidence du Conseil des ministres, un représentant du Ministère de l'Économie et des

Finances, un représentant du monde économique, un enseignant du supérieur représentant les académies et un représentant du personnel de la Banque²⁴⁶. L'actuel gouverneur CHEA Chanto, nommé par Kret (décret), a remplacé Thor Peng Leath en mars 1998.

Le gouverneur de la BNC assume l'entièvre responsabilité pour la direction et la gestion des affaires de la BNC²⁴⁷ :

- Établir la politique applicable aux opérations de la Banque centrale,
- Prendre les décisions, définir les règlements, circulaires et autres instructions pour gérer l'activité de la BNC,
- Établir les règlements intérieurs,
- Élaborer les statuts du personnel
- Créer les départements de la banque centrale,
- Créer le comité de vérification des comptes,
- Créer le comité de formation professionnelle du personnel.

Pour améliorer la transparence des opérations de la BNC, le gouvernement a décidé en 28 mai 2000 de créer un comité spécial pour auditer de la BNC, qui se compose²⁴⁸ de :

- Un représentant de la présidence du conseil des ministres comme président,
- Un représentant du ministère de l'économie et des finances comme membre,
- Un représentant de l'autorité nationale de l'audit (NAA)²⁴⁹ comme membre.

La structure de la BNC est la suivante²⁵⁰ :

- Un conseil d'administration
- Un gouverneur
- Un vice-gouverneur
- Un secrétaire général qui gouverne 5 départements et sous-unité (*sub-units*), les agences provinciales et municipales
- Un directeur général qui gouverne 4 départements

²⁴⁶ Le Décret royal sur la composition du conseil d'administration de la banque nationale du Cambodge, 1996.
Un caissier général qui gouverne 2 départements

²⁴⁷ Loi sur l'organisation et le fonctionnement de la banque nationale du Cambodge, Journal officiel, 4ème Année, numéro spécial, janvier 1996.

²⁴⁸ Le sous-décret du gouvernement sur la création d'un comité spécial pour l'audit de la banque nationale du Cambodge, 2000.

²⁴⁹ L'autorité nationale de l'audit (*National Audit Authority-NAA*) a été créée en 1999 par la loi. La NAA joue un rôle important et de manière indépendante pour examiner ou auditer les entreprises publiques, les ministères et aussi les entreprises privées soupçonnées de corruptions avec les fonctionnaires.

²⁵⁰ Le rapport du 3e trimestre de la banque nationale du Cambodge, 2005.

2.1.2. Les fonctions de la BNC

- Elle est seule habilitée à émettre des billets²⁵¹ ;
- Elle est la banque de l'Etat, pouvant lui accorder des prêts et avances en assurant la gestion des réserves de change ;
- Elle est la banque des banques en leur facilitant l'octroi de crédit et en assurant les services communs ;
- Elle est l'agent exécutif de la politique monétaire par la fixation du montant des réserves obligatoires, par ses interventions sur le marché libre (*open market*).

La BNC est devenue indépendante du gouvernement depuis 1993, avec un conseil de la politique monétaire qui fixe les orientations monétaires²⁵².

En 2005, le nombre total de fonctionnaires de la Banque Nationale à travers le pays est de 1075 personnes, dont 650 travaillent à la Banque Nationale et 425 travaillent pour les agences municipales et provinciales de la BNC. Les fonctionnaires de la BNC sont recrutés par un comité, et le gouverneur participe de temps en temps au processus de sélection.

Le système bancaire cambodgien actuel est à l'état embryonnaire du fait qu'il n'existe pas de marché interbancaire, ni de marché financier ou d'instruments financiers. Cette situation handicape la mobilisation des ressources intérieures au profit du développement du pays. Le gouvernement royal du Cambodge a reçu les assistances techniques de la Banque Asiatique de Développement (*Asian Development Bank-ADB*) en 2001 et du Japon en 2004 pour un projet de développement du secteur financier²⁵³. Le projet de loi sur la bourse des valeurs et les réglementations concernant les émissions et les transactions des obligations d'Etat attend d'être adopté par le Parlement.

2.2. Les banques commerciales

Il existe deux types de banques commerciales : la banque commerciale étatique et les banques commerciales privées.

2.2.1. La banque commerciale étatique

À présent il existe une banque commerciale étatique créée en 1979 après l'effondrement du régime de Pol Pot, la banque pour le commerce extérieur (Foreign Trade Bank of Cambodia)²⁵⁴. Jusqu'en août 2002, la banque pour le commerce extérieur (FTB) était une émanation de la banque nationale du Cambodge, puisqu'elle figurait dans

²⁵¹ Cité dans la loi de la banque nationale du Cambodge, 1996.

²⁵² Décret royal sur l'autonomie de la banque nationale du Cambodge, 1993.

²⁵³ L'auteur est chargé dans ce travail depuis 2002.

²⁵⁴ Le sous-décret sur la création de la banque pour le commerce extérieur, 1979.

Son capital était détenu à 100% par la banque nationale du Cambodge. Après août 2002, dans le cadre d'un engagement avec le FMI, le ministère de l'économie et des finances a acheté 80% des actions de la banque pour le commerce extérieur à la BNC²⁵⁵. Cet achat avait pour objectif de réduire le problème de conflit d'intérêts (*conflict of interest*) parce que la BNC est la banque centrale, et donc joue le rôle de régulateur du système bancaire et en même temps elle était l'actionnaire de 100% de la banque commerciale. Il est toujours permis à la BNC d'avoir 20% du capital parce que la FTBC a besoin de l'assistance technique et des ressources humaines de la BNC en matière bancaire.

Le gouvernement royal du Cambodge s'est engagé auprès du FMI, dans le cadre d'un programme de développement du secteur financier, à privatiser cette banque étatique après quelques années de réformes et d'exploitation. Avec l'assistance technique de l'Australie pour exploiter et moderniser cette banque, une procédure de privatisation a démarré en mars 2004. En octobre 2005 après un an et demi de négociation, la banque a vendu 90% de ses parts à une grande banque locale (*Canadia Bank*) en coopérant avec son partenaire privé local (*AZ Group of companies*)²⁵⁶. L'Etat (le ministère de l'économie et des finances) garde 10% du capital de la FTBC pour inspirer un peu plus la confiance du public envers l'Etat. Après cette privatisation, la FTBC devrait développer de plus en plus ses activités bancaires, car elle est la première banque Cambodgienne avec une forte liquidité disponible. Les techniques financières et bancaires seront également introduites pour moderniser et commercialiser ses ressources financières.

2.2.2 Les banques commerciales privées

En 2005, le système bancaire cambodgien comprenait 15 banques commerciales privées (dont une est la banque étatique, trois succursales de banques étrangères et 11 banques localement incorporées), et trois banques sectorielles (*Specialized Banks*)²⁵⁷. Par ailleurs, il existe parallèlement un autre système bancaire décentralisé. Ce système bancaire décentralisé supervise les activités de crédit rural (la micro-finance) opérant à travers les 11 institutions de micro-finance licenciées, 31 organisations non gouvernementales (ONG) enregistrées, en plus des 60 ONG qui exercent des activités de micro-crédit sans être enregistrées à la banque centrale (Annexe-schéma 2). Les activités de micro-finance sont supervisées par le bureau de contrôle du système bancaire décentralisé (*Decentralized Banking System Supervision Office*), qui est intégré à la BNC depuis 1997 (BNC, 3e, 2005)²⁵⁸.

Au début 2005, une nouvelle banque était présente sur le marché bancaire cambodgien, c'est la ANZ Bank d'Australie. Cette nouvelle banque internationale, une des

²⁵⁵ Prakas du ministère de l'économie et des finances sur l'acquisition des actions de la banque pour le commerce extérieur détenues par la banque nationale du Cambodge, 2002.

²⁵⁶ L'auteur est un membre de groupe de travail pour la privatisation de cette banque.

²⁵⁷ Le rapport de la 3ème trimestre de l'année 2005, la banque nationale du Cambodge.

²⁵⁸ op. cit..

plus grandes banques en Australie et en Nouvelle-Zélande, s'est installée au Cambodge avec son partenaire privé local (Royal Group) qui détient 45% du capital. La présence d'une banque de classe internationale, ANZ Royal Bank Cambodia, amène les technologies nouvelles et la modernisation du système bancaire cambodgien, et en plus améliore la concurrence entre les banques locales pour offrir des services de qualité à l'économie. Cette nouvelle implantation de la ANZ Royal Bank offre de très bonnes perspectives pour l'avenir du système bancaire cambodgien et pour le développement économique du Cambodge tout entier (BNC, 3e, 2005)²⁵⁹.

Avant la mise en application du programme de réenregistrement (*re-licensing*)²⁶⁰ en 2000, les banques commerciales étaient aux nombres de 32, dont 2 étaient des banques étatiques, 8 des succursales de banques étrangères et 22 des banques incorporées localement (*locally incorporated banks*). Au total depuis 2001, 23 banques commerciales ont été fermées²⁶¹.

Cependant, malgré leur assez grand nombre, ces banques commerciales drainent encore peu de dépôts : 7,3% du PIB en 1998, 12,1% du PIB en 2001 et 18,6% du PIB à la fin du mois de décembre 2005²⁶². Leurs activités restent cantonnées dans la capitale et quelques grandes villes de provinces : Siem Reap, Sihanoukville, Battambang, et Kampong Cham. L'encours du crédit était de 7% du PIB en 2000 et de 11,4% du PIB à la fin du mois de décembre 2005²⁶³, ce qui est l'un des plus bas taux d'intermédiation bancaire dans le monde. Le système financier du Cambodge s'ouvre à l'étranger, et cette ouverture joue un rôle important en offrant des services de transactions. Cependant le développement du crédit intérieur demeure insuffisant.

En 2005, les cinq plus grandes banques possédaient plus de 50% du total des actifs du système bancaire, avec une majorité des activités à Phnom Penh. Presque toutes les transactions sont faites en dollars américains. Les crédits octroyés par le système bancaire sont à court terme (1 à 2 ans) et représentent 70% du total des financements des PME (MPDF, 2004)²⁶⁴. Les crédits sont utilisés afin de financer le commerce (*trading financing*) et d'alimenter les fonds de roulement. Il est difficile d'obtenir un crédit des banques, car le système comptable ne repose pas encore sur les normes internationales. La plupart des crédits sont offerts en s'appuyant sur ses garanties. Par ailleurs, les taux d'intérêt restent trop élevés : environ 20 à 25% par an entre 1998 et 2003, et de 11% à 15% entre 2004 à 2005²⁶⁵.

²⁵⁹ op. cit..

²⁶⁰ Le programme de re-enregistrement (*re-licensing*) est stipulé dans la loi bancaire 2000, qui exige un capital minimum obligatoire de 50 000 milliards de riels, équivalent à 13 millions de dollars américains (avant c'était 10 000 milliards de riels).

²⁶¹ Le rapport de la mise en place du programme de re-enregistrement de la banque nationale du Cambodge, décembre 2001.

²⁶² Les calculs de l'auteur.

²⁶³ Les calculs de l'auteur.

²⁶⁴ op. cit..

En dehors des banques commerciales, il existe les banques sectorielles (*specialized bank*) qui exercent leurs activités bancaires dans les zones rurales et pour les petites entreprises (avec un capital minimum obligatoire d'environ 5 millions de dollars). Il y avait trois banques spécialisées en 2005 (BNC, 3e, 2005)²⁶⁶, dont l'une est une banque étatique (Banque de développement rural).

Pour développer les zones rurales, le gouvernement cambodgien a créé cette banque sectorielle étatique (la banque de développement rural-*Rural Development Bank-RBD*) en janvier 1998. Cette banque a été créée sous la forme d'une entreprise d'Etat et a été agréée par la banque nationale du Cambodge en mars 1998. Malgré son statut d'entreprise publique, elle reste soumise au même régime de contrôle que les banques commerciales. Cette banque exerce ses activités comme une banque sectorielle dans le secteur agricole, en offrant les crédits en gros aux institutions de micro-finance.

2.2.3. La supervision bancaire

Le rôle de la supervision bancaire de la BNC s'est beaucoup développé. La réglementation existe et elle est appliquée. Ainsi, chaque banque est sujette à deux contrôles, « *off-site* » (sur rapports) et « *on-site* » (sur place). Toutes les banques sont contrôlées une fois par an par des commissaires aux comptes indépendants, les rapports annuels devant être remis au plus tard fin mars.

Le contrôle « *off-site* » permet aux banques qui ne se soumettraient pas à la loi de corriger leurs irrégularités, avant de recevoir une sanction de la BNC allant jusqu'au retrait de la licence et à la liquidation. Le principal problème auquel les banques font face est le montant du capital minimum requis par la loi. En effet, beaucoup d'entre elles manquent de fonds propres résultant soit d'un manque de contrôle interne, soit d'une politique du crédit inefficace, soit d'une mauvaise gestion par leurs dirigeants, etc. Le second problème est l'utilisation que font les banques de leurs ressources de court terme pour financer des emplois de long terme tels que l'achat d'immobilisations. Le contrôle « *on-site* » des banques commerciales a lieu en alternance avec le contrôle « *off-site* », sauf dans le cas où un contrôle sur rapports révèle des irrégularités rendant nécessaires un contrôle sur place immédiat.

Une nouvelle loi bancaire sur les institutions financières a été adoptée en novembre 1999. Elle modifie le cadre légal et réglementaire des activités bancaires : renforcement des règles prudentielles, introduction de nouvelles règles destinées à améliorer l'intégrité de la gestion des banques, identification permanente des actionnaires et précision de leurs responsabilités, obligations de contrôle interne et d'audits externes. Elle accroît les pouvoirs de contrôle et de régulation de la banque centrale.

§3. Les réformes du système bancaire et la dollarisation

²⁶⁵ Les rapports mensuels de la banque nationale du Cambodge, 2004-2005.

²⁶⁶ op. cit..

Dans ce paragraphe, nous présentons deux points : d'une part les réformes du système bancaire, et d'autre part la dollarisation du système bancaire et de l'économie cambodgienne.

3.1. Les réformes du système bancaire

Dans les pays en développement comme dans les pays en transition, l'Etat a une part importante à jouer pour favoriser le développement des institutions financières. Les mesures prises par l'Etat doivent améliorer le cadre réglementaire et juridique, et le renforcement de la mise en application des lois.

La restructuration bancaire a été un succès en ce sens que le système bancaire a regagné la confiance du public, et produit des services financiers plus efficaces. Mais les réformes de l'administration publique sont trop lentes. En dehors de la recapitalisation des banques, le BNC a adopté les normes prudentielles. Nous citons ici les principales règles prudentielles²⁶⁷ : «

- Le capital minimum et les fonds propres nets des banques : Le montant minimum du capital que les banques doivent détenir est fixé à 50 milliards de riels (environ 13 millions de dollars) ;
- Le dépôt obligatoire : Les banques sont tenues de maintenir à la banque centrale un dépôt obligatoire (*reserve requirement*) fixé à 8% du capital minimum ;
- Le coefficient de solvabilité (*Bâle I*) : Les banques sont tenues de respecter en permanence un coefficient de solvabilité défini comme étant un rapport minimum entre, d'une part l'actif net (*net worth*), c'est-à-dire l'excédent des valeurs d'actifs sur le total formé au passif par les échéances des tiers, les amortissements et les provisions justifiées. D'autre part, les éléments de leurs actifs et leurs engagements par signature, affectés d'un taux de pondération en fonction de leur degré de risques. Le coefficient minimum de solvabilité est fixé à 15% (depuis janvier 2005) ;
- Le coefficient de répartition des risques : Le coefficient maximum de répartition des risques des établissements de crédit est fixé à 20%. Les banques sont tenues de limiter leurs prêts à une personne physique ou morale dans la limite de 20% de son actif net ;
- Le coefficient de liquidité : Les établissements de crédit sont tenus de respecter de façon permanente un rapport, dit coefficient de liquidité, égal au minimum à 50% (depuis janvier 2005) entre leurs actifs nets, et leurs exigibilités à vue ou à court terme (*short-term depositors*) ;
- La classification des créances en souffrance et des provisions : Les créances sont réparties en 4 classes, les créances saines (*standard loan*), les créances pré-douteuses (*sub-standard loan*), les créances douteuses (*doubtful loan*) et les créances perdues (*loan loss*). Les créances pré-douteuses, douteuses et perdues doivent donner lieu respectivement à des provisions de 20%, 50%, et 100% de leurs montants, conformément à la réglementation émise par la BNC ;

²⁶⁷ Hang Chuon Naron (2005), *L'économie du Cambodge: la lutte pour le développement*, Phnom Penh, Cambodge, p. 251.

- Le nouveau plan comptable : le coefficient prêts/dépôts du système bancaire au Cambodge est égal, en moyenne, à 50%. »

La banque centrale du Cambodge a aussi renforcé le système de paiement. Les transactions au Cambodge étant pour la plupart au comptant (95% des transactions), nous pouvons dire que le Cambodge est une économie d'espèces (*Cash-Based Economy*)²⁶⁸. Depuis 2003, la BNC en coopération avec le Ministère de l'Economie et des Finances, a introduit les instruments financiers, comme les chèques, les ordres de paiements, les cartes de crédit et de débit, les mandats, les transferts automatiques, les distributeurs automatiques des billets. Cette diversité de services financiers permet de regagner la confiance du public dans le système financier, avec le résultat que le volume de dépôts bancaires dans le système bancaire augmente (Figure 4).

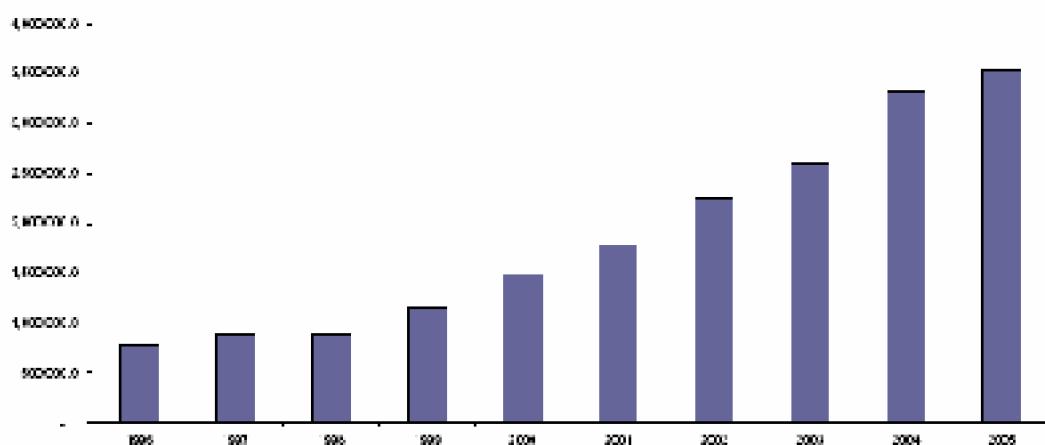


Figure 4. L'évolution des dépôts bancaires dans le système bancaire (en million de riel)

Source : La banque nationale du Cambodge

Le Figure 4 montre que les dépôts ont baissé durant 1997-98, cette baisse étant causée par les événements politiques graves de juillet 1997. Cette crise politique a entraîné la perte de confiance du public, et les déposants ont retiré leur argent en dépôts bancaires du système. L'événement en 1997 s'est prolongé jusqu'à l'organisation de l'élection en juillet 1998, qui a entraîné un retour de la confiance du public, et en même temps la BNC a mis en place la politique de *re-licensing* avec la fermeture quelques banques non-viables vers la fin 1998. La stabilité politique et le regain de confiance du public dans le secteur bancaire ont entraîné l'accroissement des dépôts bancaires à partir de fin 1998. Cela indique que la politique de restructuration bancaire de la BNC a remporté un succès en regagnant la confiance du public. Nous pouvons constater qu'en 2003-2004, les dépôts bancaires au Cambodge ont maintenu leur rythme de croissance (en général c'est stable) après les élections, ce qui montre que la politique intérieure du pays est quasiment stable et que l'impact sur l'économie est de plus en plus faible. Il est clair que la baisse brutale de 1997-98 était due à l'instabilité politique du Cambodge, et les hommes politiques doivent prendre en compte les effets néfastes de l'instabilité

²⁶⁸ Le rapport du FMI-Cambodge sur le développement récent de l'économie cambodgienne, 2004.

politique pour que ce rythme de croissance des dépôts bancaires soit maintenu.

3.2. La dollarisation du système bancaire

Avant d'entrer en détail dans le système bancaire cambodgien qui est totalement dollarisé, nous donnons d'abord la définition du mot « dollarisation ». Le terme dollarisation est un raccourci pour exprimer qu'un pays utilise une devise ou plusieurs devises étrangères comme monnaie nationale ou monnaie de substitution. Dans le cas du Cambodge, les Cambodgiens utilisent le dollar américain comme leur monnaie nationale, moyen de paiement, unité de compte, et monnaie de réserve.

3.2.1 L'histoire de la dollarisation au Cambodge

Après des années de guerre civile, un accord de paix entre les partis politiques cambodgiens fut signé en 1991 pour mettre fin au conflit. Avec cet accord, l'ONU a organisé une élection générale en 1993 pour former un gouvernement civil à la place du gouvernement militaire. Les forces de paix internationales sont venues au Cambodge de 1991 à 1993 pour maintenir la paix et organiser l'élection générale. Avec l'arrivée des forces de paix internationales, des millions de dollars sont arrivés au Cambodge, et c'est à partir de cette date que l'économie du Cambodge a commencé à utiliser le dollar comme moyen de paiement et monnaie de réserve. L'utilisation des dollars comme monnaie de réserve est de plus en plus forte compte tenu de l'histoire passée, quand le gouvernement de Pol Pot n'acceptait pas l'argent national comme moyen de paiement ni comme monnaie de réserve, c'est-à-dire que le riel n'avait pas de valeur libératoire.

Parallèlement aux arrivées massives de dollars au Cambodge, la demande intérieure a augmenté, y compris la demande créée par les forces de paix internationales, et le commerce extérieur s'est ouvert pour importer les produits correspondant à ces demandes. Le commerce international utilisant le dollar comme moyen de paiement, le dollar est important pour l'économie cambodgienne, car celle-ci dépend des importations de l'extérieur (Hang Chuon Naron, 2005)²⁶⁹ à hauteur de presque 90%. Les produits locaux n'existent même pas sauf certains produits agricoles. Le degré de dollarisation a augmenté rapidement en 1994-1995 après l'élection générale de 1993, lorsque les investissements directs de l'étranger sont arrivés sur un terrain vierge. À cette date, le système bancaire cambodgien était encore fragile et les mesures en matière monétaire n'étaient pas encore strictes au bon sens du terme. Il est important de rappeler que la banque nationale du Cambodge, qui est l'autorité monétaire fut créée légalement et officiellement en 1996. En conséquence, il était un peu tard pour la BNC pour prendre des mesures contre la dollarisation alors que l'économie se trouvait presque complètement dollarisée. Les mesures pour lutter contre la dollarisation devraient apparaître graduellement, et cela uniquement si le gouvernement montre une volonté politique forte de dé-dollarisation.

3.2.2. Le degré de dollarisation du système bancaire cambodgien

²⁶⁹ op. cit..

Au Cambodge, seule la monnaie nationale (riel) est la monnaie légale. La loi le stipule, mais le peuple continue encore à faire des transactions en dollars. En outre, les dépôts bancaires en devises étrangères sont interdits par la loi, mais l'application des lois étant très défaillante, les dépôts bancaires s'effectuent couramment voire exclusivement en dollars, malgré l'interdiction. Presque de 90% des dépôts bancaires étaient en dollars à la fin du troisième trimestre 2005 (BNC, 3e, 2005)²⁷⁰ (Figure 5).

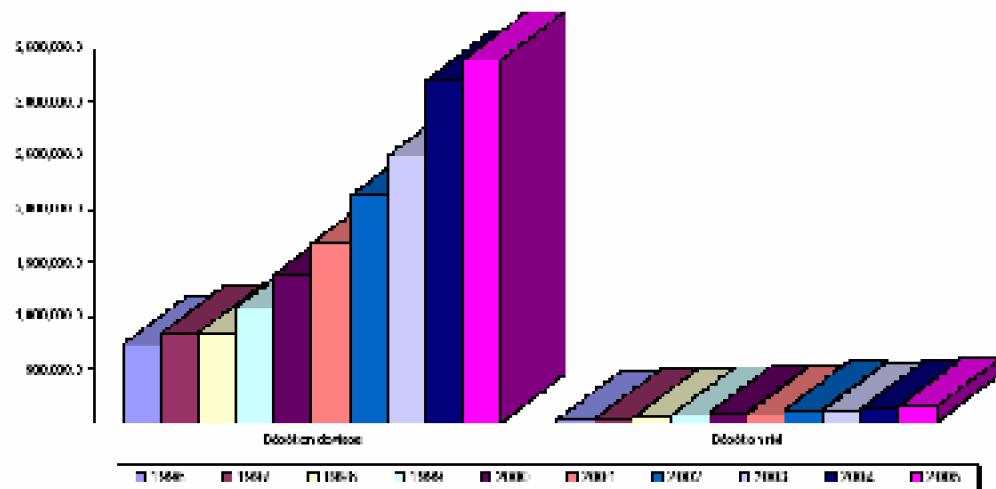


Figure 5. Le degré de dollarisation (en milliard de rieles)

Source : la banque nationale du Cambodge, 3e trimestre, 2005

Le Figure 5 montre que les dépôts bancaires en devises étrangères (principalement en dollars américains) ont augmenté très rapidement entre 1998 et 2005, alors que les dépôts en monnaie nationale ne se sont accrus que très légèrement sur la même période. Cet accroissement est clairement indiqué par la faiblesse de l'application des lois par les autorités cambodgiennes. La dollarisation handicape les politiques monétaires de la banque centrale, et la banque centrale joue un rôle marginal dans le système bancaire.

Il est difficile de développer les instruments financiers pour le marché monétaire, car la monnaie nationale ne peut pas jouer son rôle comme dans les pays non-dollarisés. Par exemple, le gouvernement a émis des bons du trésor en monnaie locale, mais ils ne sont pas attrayants parce qu'il y a des risques de change, des risques de perte de valeur (avec l'inflation). Mais quand même, la dollarisation a aussi des avantages pour l'économie cambodgienne dans le contexte d'instabilité économique et politique du Cambodge.

Au Cambodge il n'existe pas de marchés financiers, et le système bancaire domine le financement de l'économie. En dehors des financements bancaires, il existe des financements de micro-crédit qui sont en grande partie supervisés par la banque centrale du Cambodge, et les financements informels y sont aussi pratiqués.

§4. Le système micro-financier cambodgien

²⁷⁰ op. cit..

Dans ce paragraphe, nous présentons le système de micro-finance du Cambodge, en abordant l'histoire de la micro-finance, sa structure et sa situation actuelle.

4.1. L'histoire de la micro-finance

Au Cambodge, la micro-finance est pratiquée par les ONG ; cependant elle reste encore très insuffisante, puisque les paysans représentant 85% ²⁷¹ de la population, les besoins sont énormes. Depuis le retour de la paix en 1993, on compte 60 ONG qui opèrent dans le secteur agricole. Ces ONG reçoivent des fonds directement des pays donateurs, des organisations internationales et des autres bailleurs de fonds, pour les redistribuer auprès des paysans. Certaines ONG ont joué efficacement leur rôle dans l'octroi des crédits ruraux, et d'autres ont dû abandonner leur activité faute d'avoir obtenu les résultats escomptés. En fait, la difficulté de gestion des ONG tient à leur double rôle : bailleur de fonds et aide sociale. Jusqu'à présent, la plupart des ONG ne sont soumis à aucune loi ni règlement, ce qui rend difficile la définition de leur statut. Ce ne sont pas des institutions financières à part entière. Exception faite des institutions de micro-finance qui sont agréées par la banque centrale.

Compte tenu de cette ambiguïté, la BNC, qui souhaite également intervenir dans le secteur agricole et superviser les ONG, a conclu un accord avec trois organisations internationales (la banque asiatique de développement, la banque mondiale et l'agence française de développement) pour transformer ces ONG en institutions de micro-finance soumises à son contrôle. Ainsi, à la fin décembre 1997, l'AFD a fourni 4 millions de dollars à 4 ONG (EMT/GRET, Hatthakaksekar, Seilaniti et Action Nord Sud) ²⁷² dans le but de les transformer en institutions de micro-finance et a par ailleurs contribué à la mise en place d'un cadre réglementaire pour les administrer. Aujourd'hui, il y a 5 institutions de micro-finance auxquelles la BNC a agréé des licences et où elle peut exercer son contrôle, laissant ainsi 29 ONG enregistrées et plus de 60 en dehors de son champ d'action.

La banque asiatique de développement (BAD), quant à elle, a offert une assistance technique, et contribué à la mise en place d'un système efficace de distribution de crédit rural. Les institutions financières internationales aussi proposent aussi des fonds à des institutions de micro-finance au Cambodge, en particulier la BAD. Avant d'offrir les fonds, il est nécessaire préalablement de trouver des intermédiaires financiers efficaces pour allouer les fonds auprès des pauvres. Ces intermédiaires peuvent être soit la BNC, soit le MEF, receveur primaire des fonds qui les fournirait ensuite à la banque de développement rural. La BDR n'octroie généralement pas de crédits aux petits emprunteurs particuliers, mais elle alloue les fonds à des institutions de micro-finance et à des ONG. Les IMF et les ONG sont les opérateurs de crédits directs avec les pauvres.

4.2. La structure de la micro-finance

²⁷¹ L'institut national de statistique, rapport annuel, 2004.

²⁷² La convention entre AFD, les institutions de micro-finance et le ministère de l'économie et des finances, 1997.

Dans ce paragraphe, nous présentons les rôles et les responsabilités du Comité de crédit pour le développement rural (CCDR) qui est particulièrement compétent pour la mise en place de la politique micro-financière, et le système de la supervision bancaire décentralisée (Annexe-schéma 3 « La structure du crédit rural au Cambodge »).

4.2.1. La banque nationale du Cambodge et le cadre réglementaire

Le département de supervision de la banque nationale du Cambodge est en charge de l'enregistrement/agrément des IMF et des banques spécialisées (sectorielles). Les conditions d'enregistrement et d'agrément sont définies par la BNC²⁷³.

- L'enregistrement des institutions de micro-finance (même si elles ne collectent pas d'épargne) est obligatoirement si :
 - L'encours de crédit est supérieur à 100 millions de rius ou
 - L'encours d'épargne est supérieur à 1 million de rius ou
 - Le nombre de déposants est supérieur à 100.

Les IMF enregistrées doivent fournir régulièrement des rapports d'activité au département de supervision de la banque nationale du Cambodge.

- Les IMF sont obligées de se faire agréer si :
 - Leur encours de crédit est supérieur à 1 milliard de rius,
 - Elles servent plus de 10 000 emprunteurs ou
 - Leur encours de dépôts est supérieur à 100 millions de rius ou
 - Elles reçoivent les dépôts de plus de 1 000 déposants.

Les IMF sont astreintes à des réserves obligatoires pour les institutions de micro-finance agréées à 5% des dépôts (hors épargne obligatoire constituée dans le cadre de l'activité de crédit).

À l'heure actuelle, la BNC a mis en application la loi sur les banques commerciales et les institutions financières, mais cette loi n'est pas applicable aux institutions de micro-finance. Malgré cela, un projet de loi sur les institutions de micro-finance existe, mais jusqu'à maintenant il n'a pas encore été adopté par l'Assemblée Nationale. En attendant l'adoption de ce projet de loi, la banque centrale, qui est l'autorité monétaire, a défini des modes de régulation concernant les activités de micro-finance (comme nous l'avons abordé plus haut).

4.2.2. Le comité de crédit pour le développement rural (CCDR)

Le secteur de la micro-finance au Cambodge est sous le contrôle technique du département de la supervision bancaire de la banque nationale du Cambodge, qui

²⁷³ Le Prakas émis par la banque nationale du Cambodge sur l'enregistrement des institutions de microfinance, 1999.

encadre le bureau de supervision du système bancaire décentralisé.

Le Cambodge est un pays basé principalement sur l'agriculture (secteur primaire), avec une population de près de 85% d'agriculteurs. Compte tenu de ce contexte, le gouvernement a décidé de le viser en priorité parmi les autres secteurs, pour développer le secteur micro-financier. Le but du développement du secteur micro-financier est de favoriser et de faciliter les pauvres dans le financement de leurs projets d'investissement ou leur « micro-businesses ». En février 1995, le Gouvernement royal a créé le Comité de crédit pour le développement rural (*Credit Committee for Rural Development* : CCDR)²⁷⁴ avec des membres des différents ministères concernés. Les rôles et les responsabilités du CCRD sont indiqués dans le sous-décret suivant :

- Formuler les stratégies pour le développement du crédit rural, en préparant le cadre légal, la politique de crédit et d'épargne, et le programme de formation des ressources humaines.
- Gérer les activités de crédit au niveau national ; il est donc important de faciliter et de surveiller toutes les activités de crédit en utilisant tous les moyens fournis par le Gouvernement.
- Renforcer le soutien institutionnel et promouvoir le crédit rural des opérateurs privés par toutes les mesures permettant d'établir un système bancaire dans les provinces afin de faciliter les activités financières.
- Préparer des programmes et des projets afin de mobiliser les assistances étrangères, et demander aux bailleurs de fonds les fonds nécessaires aux besoins des pauvres.

Il est important de noter ici qu'en 2005, les membres du CCDR ont changé et certains rôles et responsabilités ont été ajoutés au CCDR. Le ministre de l'économie et des finances est le président du comité et le gouverneur de la BNC en est le vice-président. On compte aussi un représentant du ministère des affaires féminines, et des représentants des opérateurs de micro-finance²⁷⁵. Or, le secrétariat est aussi transféré au département du secteur financier du ministère de l'économie et des Finances, alors qu'auparavant il était rattaché à la banque de développement rurale. La nouvelle version du CCDR a donné à son secrétariat la possibilité d'entretenir des contrats avec le secteur privé si nécessaire.

4.2.3. Le bureau de supervision du système bancaire décentralisé

La banque nationale du Cambodge a créé un bureau de supervision du système bancaire décentralisé (*Supervision Office of Decentralized Banking System*) le 25 novembre 1997. Ce bureau est sous le contrôle technique de la BNC, et il est financé par la caisse française de développement (CFD). Le bureau de supervision du système bancaire décentralisé (BSSBD) se situe dans le cadre du département de supervision des banques de la BNC et assume les rôles suivants²⁷⁶ :

²⁷⁴ Le sous-décret du gouvernement royal sur la création de CCDR, 1995.

²⁷⁵ Le nouveau sous-décret sur le changement les membres du CCDR et leurs responsabilités, 2005.

- Coordonner la formation de ressources humaines capables de fournir des compétences dans le secteur du système bancaire décentralisé.
- Collecter toutes les informations sur le système bancaire décentralisé.
- Coordonner l'opération décentralisée pour avoir un accord d'autorisation de réglage sur le système comptable, la gestion, les mesures prudentielles et politique monétaire, ce qui a été demandé par les banques commerciales.
- Coordonner et soutenir tous les travaux relatifs à la législation juridique et financière pour institutionnaliser le système bancaire décentralisé.

Les fonctionnaires du département de supervision bancaire de la banque centrale contrôlent régulièrement sur place et sur rapport ces institutions de micro-finance. Or, les ONG enregistrées et non-enregistrées ne sont pas sous le contrôle de ce département et ne se soumettent à aucune réglementation, même s'ils doivent toutefois rendre des rapports annuels sur leurs activités au département de supervision.

4.3. La situation du crédit rural au Cambodge

À l'heure actuelle, il y a 3 banques sectorielles, 5 institutions de micro-finance, 29 ONG enregistrées dans les activités de crédit, et plus de 60 ONG encore non-enregistrées qui réalisent également des activités de crédit rural (Annexe-schéma 2 « système bancaire du Cambodge ») (BNC-3e, 2005)²⁷⁷. Certaines ONG exercent leurs activités depuis 1988. Le prêt moyen par famille est de moins de 40\$. Les prêts entre 20\$ à 100\$ par emprunteur sont pour les petits commerces (*small-business*), et ils peuvent parfois se monter à quelques centaines de dollars (habituellement accordés par ACLEDA²⁷⁸). Les opérations de micro-crédits sont pour la plupart de très courte durée (1 à 6 mois) et le plus long terme est de 1 an, mais les taux d'intérêt sont en général trop élevés, de l'ordre de 20% à 40% par an²⁷⁹. L'échéance des crédits dépend principalement du cycle de production agricole et des petits commerces.

Un des projets majeurs pour le développement de la micro-finance est le projet PRASAC soutenu par l'Union européenne pour un montant de crédit de 6,355 millions d'ECU (7,626 millions de dollars). Ce projet a été mis en place en 1993. Depuis 2003, le PRASAC connaît des problèmes de gestion intérieure qui freinent les activités de crédit rural²⁸⁰, problèmes qui ne sont toujours pas résolus aujourd'hui.

²⁷⁶ Le prakas de création du BSSBD de la banque nationale du Cambodge, 1997.

²⁷⁷ op. cit., p. 27.

²⁷⁸ Depuis le 1er janvier 2004, ACELEDA est devenu une banque commerciale, après la transformation du statut de la banque sectorielle (*specialized bank*).

²⁷⁹ Rapport mensuel de la banque nationale du Cambodge, 2005.

²⁸⁰ Le rapport de la BNC pour le ministre de l'économie et des finances, 2003.

En 1998, l'Agence française de développement (AFD) a développé un projet afin de transformer 4 ONG (Seilanithith, Amret, Hathakasekor, et ADC) en institutions de micro-finance avec l'agrément de la BNC²⁸¹. Pour développer les activités de crédit des 4 ONG, l'AFD a émis avec le Proparco une lettre de garantie en 2003 pour les 4 ONG, afin d'obtenir du crédit auprès du secteur formel (les banques commerciales) ayant accès aux liquidités en monnaie nationale²⁸². Avec la lettre de garantie émise par l'AFD pour une institution de micro-finance « AMRET », les banques commerciales prêtent à des institutions de micro-finance avec des taux d'intérêt avantageux. Il est important que le secteur formel participe au développement du secteur micro-financier, en prêtant à des institutions de micro-finance pour les allouer à des petits commerçants.

En 2001, la KFW (l'Agence de développement d'Allemagne) a octroyé une dette subordonnée²⁸³ de 15 millions de dollars au gouvernement cambodgien ayant pour objectif le développement des petites et moyennes entreprises (PME) au Cambodge. Cette dette subordonnée, gérée par une banque privée locale (Canada Bank)²⁸⁴, a été acceptée par le bailleur de fonds après une étude d'évaluation de son efficacité en matière d'allocation des ressources.

En décembre 1999, le montant des prêts accordés par les ONG s'élevait à 73730 millions de riels (soit 19,4 millions de dollars) répartis entre 294105 ménages²⁸⁵. À la fin du troisième trimestre 2005, les miro-crédits ont alimenté les ménages pour un montant de 177647 millions de riels (soit 44,5 millions de dollars) accordés à 420000 ménages, qui représentent seulement 16% de la demande totale²⁸⁶ (Figure 6 « Le montant de la micro-finance »). Ces distributions de crédit se sont effectuées dans 6454 villages du pays.

Le taux de remboursement depuis 1999 est d'environ 95%, et ce niveau élevé de remboursement permet d'encourager les opérateurs de crédit à augmenter leurs volumes de prêt de plus en plus vers l'économie rurale²⁸⁷. Le total des encours de crédit a

²⁸¹ Les 4 conventions de ces 4 ONG avec le ministère de l'économie et des finances, 1998.

²⁸² L'auteur est un membre de comité de crédit pour la micro-finance depuis 2002.

²⁸³ La dette subordonnée est un don octroyé au gouvernement, mais ce don ne peut s'utiliser que pour le développement du micro-crédit, en plus ce don est transféré directement à l'institution privée choisie. Après une période d'utilisation pour des micro-financements ou pour le financement des PME, cette institution doit transférer cette dette ou don à l'Etat, et l'Etat realloquer encore comme il le veut mais toujours dans le micro-crédit, voire peut être à d'autres institutions financières.

²⁸⁴ La convention entre KFW, la banque Canada et le ministère de l'économie et des finances, 2001. La *Canada Bank* est la plus grande banque commerciale dans le système bancaire cambodgien, à la fin de l'année 2004, elle pèse pour plus de 30% du système bancaire.

²⁸⁵ Le rapport annuel de la BNC, 1999, section microfinance (système décentralisé).

²⁸⁶ Le rapport de la 3ème trimestre du bureau de la supervision du système bancaire décentralisé, BNC, 2005.

²⁸⁷ Le rapport du 3e trimestre de la BNC sur la situation de la micro-finance, 2005.

augmenté considérablement de 1999 à 2005 de plus de 240% ²⁸⁸, cet accroissement étant également dû à l'assistance technique et financière de la communauté internationale et spécialement les bailleurs de fonds.

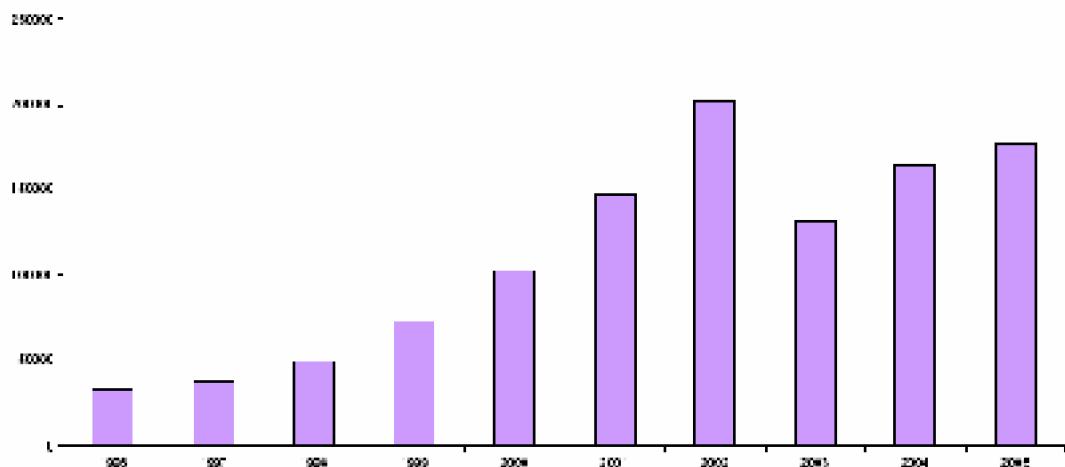


Figure 6. Le montant de la micro-finance (en millions de riel)

Source : la banque nationale du Cambodge

Le crédit rural reste encore très insuffisant et il faudrait donc que les banques commerciales puissent participer activement, même indirectement, aux réseaux de micro-finance. Le système bancaire est en sur-liquidité (*overliquidity*), ces liquidités ne sont pas utilisées pour alimenter les besoins de financement de l'économie, au contraire, elles sont placées à l'étranger.

Conclusion Section 2

Le système financier cambodgien est vraiment tout nouveau après la transformation du système mono-bancaire en système à deux niveaux qui date de 1996. Depuis lors, l'autorité monétaire (la banque nationale du Cambodge) a développé des réglementations concernant la supervision bancaire et les opérations bancaires, et le renforcement du rôle du secteur bancaire privé dans le financement de l'économie, ce qui n'était pas le cas avant la réforme.

Le système bancaire cambodgien à son niveau actuel reste un système embryonnaire avec des lacunes en termes de régulations et de lois pour restaurer la confiance du public qu'il avait perdue pendant la période du génocide 1975-1979. Certains projets de loi viennent d'être adoptés récemment par l'Assemblée nationale comme la loi sur les instruments financiers négociables, le système de paiement et de transaction et la loi sur entreprises commerciales. Il existe encore d'autres lois importantes en attente comme la loi sur la sécurité des transactions, la loi sur la faillite et la liquidation et celle sur la bourse des valeurs.

Le système bancaire cambodgien est presque totalement dollarisé, cette dollarisation

²⁸⁸ Les calculs de l'auteur.

est une des principaux obstacles au développement du système bancaire, de la politique monétaire et du marché interbancaire. À présent, il est temps pour le gouvernement et l'autorité monétaire de considérer de manière sérieuse le problème de la dollarisation.

Le Cambodge est un pays pauvre selon la définition de la banque mondiale, puisque le revenu quotidien par habitant est inférieur à un dollar pour environ 35% de la population. Plus de 85% de la population cambodgienne habite dans les zones rurales. La micro-finance joue donc un rôle important pour la population rurale. La micro-finance au Cambodge a été développée remarquablement, mais le besoin de fonds est encore considérable par rapport aux crédits disponibles sur le marché micro-financier. Les fonds provenant des bailleurs de fond sont limités et ne peuvent pas répondre aux besoins.

Le gouvernement, et en particulier le ministère de l'économie et des finances en coopération avec la banque nationale du Cambodge, doit mettre en place une politique favorisant le développement de la micro-finance. À présent, il n'y a qu'une banque sectorielle (celle de la banque de développement rural de l'Etat) qui participe activement au financement rural. La participation des autres banques sectorielles et des banques commerciales doit être encouragée.

Dans la Section 3 nous nous intéressons au développement bancaire et à la politique monétaire de l'économie dollarisée du Cambodge. Et nous examinons aussi les avantages et les inconvénients de la dollarisation du Cambodge.

Section 3. Le développement du secteur bancaire cambodgien

Nous avons examiné dans les deux sections précédentes les réformes de l'économie cambodgienne vers l'économie de marché et les caractéristiques du système financier cambodgien. Celui-ci est fortement dollarisé et reste encore sous-développé. Le système financier cambodgien est monopolisé par les banques privées, il n'existe pas d'autres alternatives de financement comme l'émission d'obligations ou d'actions. Mais il faut dire aussi que le système financier cambodgien est encore jeune par rapport aux autres pays de la région, du fait de la période du génocide sous Pol pot (1975-1979). Nous présentons dans la section 3, le développement du secteur bancaire cambodgien.

Dans cette section 3, nous nous intéressons au développement de la masse monétaire et au degré de monétisation du système bancaire. Ensuite, comme le Cambodge est un pays très dollarisé, et la monnaie locale n'étant plus l'instrument de la banque centrale, nous verrons les politiques monétaires dans le système dollarisé de Cambodge. Nous allons voir aussi le développement des activités de crédit bancaire, en particulier les banques privées qui jouent un rôle important dans le processus d'allocation des ressources à l'économie cambodgienne. Or, la banque centrale joue un rôle de moins en moins important dans le domaine des crédits au secteur privé depuis la réforme du système mono-bancaire vers le système bancaire à deux niveaux. Enfin, nous étudions le problème de la dollarisation : est-elle bénéfique pour le Cambodge alors que le pays se

trouve dans une situation d'instabilité politique et économique? Nous aborderons ses avantages et ses désavantages.

§1. Le développement de la masse monétaire

La masse monétaire (M2), recensée enfin fin décembre 2005, était de 4302,58 milliards de riels. En 2005, la masse monétaire M2 s'est accrue de plus de 250%²⁸⁹ par rapport à l'année 2000 (Figure 7). La masse monétaire M2 de l'année 2005 est composée de monnaie fiduciaire pour 29,5% et de dépôts²⁹⁰ pour 70,5%²⁹¹; elle a moins augmenté par rapport aux années 2003 (+24,8%) et 2002 (+31,1%), parce que les dépôts en devises étrangères, habituellement la plus grande composante, ont baissé dramatiquement. Cette baisse des dépôts a été causée principalement par l'incertitude de la situation politique pendant l'élection générale de juillet 2003 et les délais inhérents à la création du nouveau gouvernement (presque une année). Ce retard a eu des impacts négatifs sur la situation monétaire et sur l'économie du Cambodge.

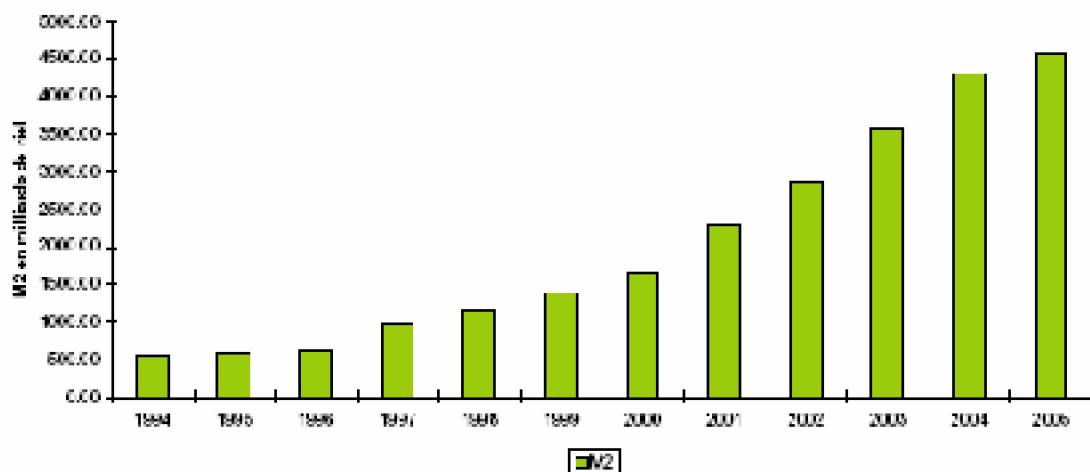


Figure 7. L'évolution de la masse monétaire M2

Source : la banque nationale du Cambodge

La Figure 7 montre que l'évolution de la masse monétaire est sensiblement liée à la situation politique à l'intérieur du pays. Après la première élection de 1993, le taux d'accroissement de la masse monétaire M2 a été élevé, environ 40% en 1995, et le rythme d'accroissement a baissé en 1997-99 du fait des événements politiques en juillet 1997 et de la deuxième élection générale en 1998, qui a été suivie par le retard dans la formation du nouveau gouvernement jusqu'à fin 1999. Les élections municipales eurent

²⁸⁹ Les calculs de l'auteur.

²⁹⁰ Dépôts comprenant comptes courants, dépôts à terme et dépôts en devises.

²⁹¹ Les rapports mensuels de la banque nationale du Cambodge 2005.

lieu en 2001, avec un environnement politique défavorable et un niveau de confiance en baisse, ce qui a abouti à des retraits des dépôts et à un taux d'accroissement moins élevé. Cette progression est revenue en 2002, mais de nouvelles élections (législatives) furent organisées en 2003 et le taux de progression connut une nouvelle tendance à la baisse.

Mais en général, le volume de la masse monétaire a augmenté au fil des années. Selon un calcul simple, la masse monétaire a augmenté de presque 700% entre 1997 et 2005²⁹². On peut en conclure que pour les pays en développement ou en transition comme le Cambodge, la stabilité politique intérieure du pays est nécessaire pour le développement financier. Car s'il n'existe pas de stabilité politique, la confiance n'est pas stable non plus, et donc l'environnement financier instable entraîne une situation négative et précaire pour l'économie.

L'augmentation du volume de la masse monétaire au cours des années, en particulier en 2004 et 2005, est due principalement à la hausse des dépôts en devises et à la hausse de la monnaie circulant hors du système bancaire (Tableau 13). Cela démontre la confiance du public envers le système bancaire cambodgien, conquise grâce au programme de re-enregistrement des licences bancaires (*re-licensing program*) mis en place par la Banque centrale. L'augmentation de la circulation de la monnaie est une évolution positive, puisque cette augmentation n'a pas entraîné de dépréciation de la monnaie locale, c'est-à-dire que le taux de change est resté quasiment stable (objectif externe de la politique monétaire). Par ailleurs, cette augmentation a permis d'accroître les réserves internationales (Figure 8), ce qui s'est traduit par l'augmentation de la demande de monnaie locale, ce qui favorise la politique de dé-dollarisation. En outre, cet accroissement de la masse monétaire a été sans grande incidence sur les prix tout simplement parce qu'il se traduit par la vitesse de circulation de la monnaie²⁹³.

Certes les sources de création monétaire sont assainies, mais la forte progression globale de la masse monétaire comparée à la croissance du PIB exige une grande vigilance de la part de la BNC. De même, le développement de la masse monétaire n'a pas pesé lourdement sur le cours de change parce qu'il résulte, en large partie, des entrées de devises qui se logent dans les dépôts bancaires en devises (Tableau 13). Ces dépôts ne sont pas convertis en riels, et restent donc sans influence sur le cours de la monnaie nationale.

Les réserves internationales du Cambodge couvrent en principe 3 mois d'importations. Mais ces réserves n'ont pas un rôle important dans le système bancaire cambodgien, car la plupart des réserves sont placées à l'étranger (il n'existe pas de marché obligataire, ou d'instruments financiers dans le système financier) ; en outre, l'économie cambodgienne est complètement dollarisée.

²⁹² calculs de l'auteur.

²⁹³ Selon les calculs du FMI (2004)-Cambodge, la vitesse de circulation de la monnaie en moyenne depuis 1995 à 2004 est d'environ 9,5.

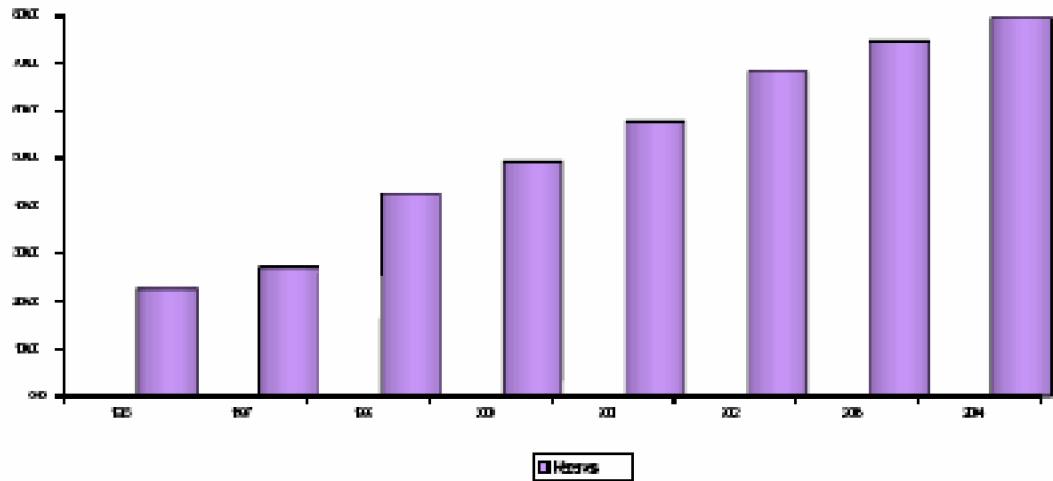


Figure 8. L'évolution des réserves internationales (en millions de dollars)

Source : Hang Chuon Naron, 2005

Les réserves sont utilisées pour absorber des rielles afin de stabiliser le cours des changes, en vendant les dollars sur le marché. Il faut, en effet, admettre que les opérateurs se portent acquéreurs de devises non seulement pour régler leurs importations mais surtout pour assurer la conservation ou la valorisation de leurs avoirs (faute d'instruments d'épargne libellés en rielles). Le Tableau 13 montre la situation monétaire générale de ces dernières années.

	2001	2002	2003	2004	Fin déc. 2005
Actifs en devises étrangères nettes	3.080.504	3.737.111	4.082.862	4.796.551	5.962.162
Actifs étrangers	3.587.210	3.279.326	4.719.166	5.181.527	5.616.191
Passifs étrangers	-506.706	512.214	716.304	681.966	-523.732
Actifs en monnaie domestique nette	876.859	918.687	710.764	167.264	375.738
Crédit domestique	867.913	911.814	1.200.165	1.607.813	1795.152
Crédit net au Gouvernement	-75.017	-119.126	128.016	208.589	-281.135
Crédit au Gouvernement	271.153	509.955	380.098	339.714	525.488
Dépôts du Gouvernement	316.169	129.089	488.113	568.863	626.803
Non-gouvernement	942.939	1.060.940	1.330.180	1.816.502	2.076.467
Entreprises étatiques	531	2.200	14	0	0
Secteur privé	936.108	1.058.911	1.330.166	1.816.502	2.076.467
dont en devises étrangères	838.938	993.312	1.253.106	1.697.118	2.010.637
Autres	1741.193	1.750.301	1.913.229	2.075.077	2.170.891
Dépôts résident (Resident deposits)	99.681	93.312	108.907	101.529	99.879
dépôts)	1.938.388	1.913.089	2.069.383	2.191.906	2.262.778
Capital & réserves	313.983	248.100	235.061	218.458	191.766
Autres					
Logements (M1)	2.203.651	2.888.424	3.290.098	3.329.296	3.586.721
Logements (M1)	600.302	813.280	931.684	1.152.876	1.205.325
Devises hors système bancaire	317.363	765.930	909.823	1.114.750	1.166.934
Dépôts comptes courants	31.937	47.301	30.858	38.126	38.392
Quasi-monnaie	1.394.152	2.075.144	2.357.414	3.176.102	5.821.198
Dépôts à terme et comptes d'épargne	35.803	74.310	76.537	97.528	112.594
Dépôts en devises étrangères	1.538.318	2.000.834	2.280.878	3.079.063	3.268.201

Tableau 13. La situation monétaire générale (en million de riel)

Sources : la banque nationale du Cambodge

Le Tableau 13 montre que la masse monétaire M2 a augmenté rapidement, mais une grande partie de la masse monétaire se compose de dépôts bancaires avec des devises étrangères, et une autre grande partie consiste en devises circulant hors du système bancaire. La circulation des devises hors du système bancaire échappe à la supervision de la banque centrale, ce qui peut provoquer des impacts négatifs sur la gestion monétaire.

La banque nationale du Cambodge conduit ses actions avec la plus grande attention devant cette situation, en suivant au jour le jour les mouvements du cours du riel. L'accroissement des contreparties de la masse monétaire se retrouvait pour environ 30% dans les « Devises hors système bancaire » en 2003-2005, et non pas dans la masse monétaire proprement dite. Les entrées de devises échappent à son emprise, et l'accroissement des dépôts en devises résulte sans doute intégralement de ces entrées de devises et non pas des crédits à l'économie.

La banque nationale du Cambodge prend les mesures suivantes pour répondre à cette situation : préparer un encadrement des crédits bancaires à mettre en application en cas de hausse très sensible des prix ; imposer un alourdissement des réserves obligatoires en devises (sur les crédits) ; rapprocher le cours de change officiel du cours de change parallèle lorsque ce dernier est significatif ; continuer de maîtriser strictement les avances à l'Etat et d'assainir le système bancaire (car il n'y a pas de bonne politique

monétaire, s'il n'y a pas de bonnes banques) et entreprendre le programme de dé-dollarisation du système bancaire (bons du Trésor) et du système économique.

§2. La politique monétaire de l'économie dollarisée

Le système bancaire double fonctionne bien au Cambodge depuis 1993 avec la création des banques commerciales privées. Toutefois, le système bancaire cambodgien est encore trop jeune, il manque de régulations et de compétence des régulateurs, et il n'existe pas de produits financiers qui sont les instruments importants dans la conduite d'une politique monétaire.

2.1. Les objectifs de la politique monétaire

Dans un pays entièrement dollarisé comme le Cambodge, la politique monétaire n'a pas grand impact sur le système financier et l'économie. L'objectif de la politique monétaire est de stabiliser le taux de change et les prix, mais pour un pays hautement dollarisé comme le Cambodge, les taux de change et d'inflation sont quasiment stables (Figure 9).

La politique monétaire de la banque nationale du Cambodge est basée principalement sur :

- Une gestion des liquidités plus active ;
- Une meilleure gestion des conditions pour l'intermédiation bancaire et le financement du secteur privé ; et
- Une politique de change déterminée par les conditions du marché.

La politique monétaire devra veiller dans le moyen terme à la stabilité des agrégats monétaires avec un accroissement qui soutient la croissance économique. Il s'agit aussi de désendettter progressivement l'Etat auprès du système bancaire, notamment à travers la réduction des crédits accordés à l'Etat et aux entreprises publiques, et au contraire d'encourager l'accroissement des crédits vers le secteur privé.

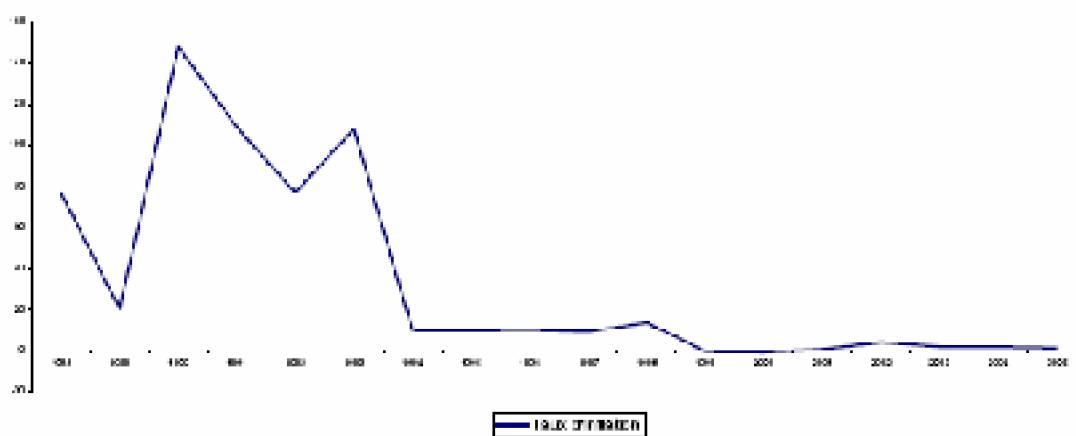


Figure 9. L'évolution du taux d'inflation

en vertu de la loi du droit d'auteur.

Source : la banque nationale du Cambodge.

Le Figure 9 montre que le taux d'inflation est quasiment stable, après une période de forte fluctuation avant 1994. Avant cette date, l'économie du Cambodge venait de s'ouvrir et de libéraliser son système financier avec des entrées massives de capitaux étrangers. Les entrées de capitaux entraînent de fortes pressions sur le taux d'inflation. Depuis 1994, le degré de dollarisation s'est accru, et presque tous les prix sont libellés en dollars. Le taux d'inflation ne joue pour ainsi dire pas son rôle dans l'économie. En conséquence, la politique monétaire de la banque centrale du Cambodge pour la stabilité des prix est totalement ajustée par le mécanisme de dollarisation.

2.2. La mise en œuvre de la politique monétaire

L'article 3 de la loi de 1996 sur le fonctionnement de la banque centrale du Cambodge précise que : «dans le cadre de la politique économique et financière du Royaume, la mission principale de la banque centrale est de définir et de conduire la politique monétaire dont l'objectif est d'assurer la stabilité des prix afin de créer des conditions favorables à la croissance de l'économie ». Il est clair que l'objectif officiel ultime de la politique monétaire est de maintenir la stabilité des prix. L'autre objectif important de la BNC est d'attirer la confiance du public sur la monnaie domestique et le système bancaire, dé-dollariser progressivement l'économie nationale et promouvoir la mobilisation du capital en fournissant des services bancaires sains.

2.2.1. Les cibles de la politique monétaire

Il est suggéré que le taux d'intérêt soit l'outil préféré pour une politique monétaire quand la source d'instabilité dominante est d'origine financière, alors que la cible de l'agrégat monétaire est préférable lorsque la perturbation provenant du secteur des entreprises est plus importante.

Cependant, dans l'économie dollarisée du Cambodge, ces deux variables (taux d'intérêt et agrégat monétaire) ne peuvent pas être utilisées comme de bonnes cibles monétaires. Dans le système bancaire cambodgien, le taux d'intérêt n'a pas de sens dans la mesure où le dépôt en monnaie domestique reste symbolique (une très petite partie). En outre, la monnaie en circulation est également un mauvais indicateur monétaire, parce que la circulation des devises étrangères n'est pas prise en compte dans la comptabilité de la BNC, alors qu'elle a une influence sur l'inflation. Pour ces raisons, la BNC a adopté une politique de crédit domestique qui consiste à surveiller de très près les banques en tant que cible intermédiaire, plutôt que le taux d'intérêt et l'agrégat monétaire. Toutefois, la BNC surveille attentivement l'évolution de l'agrégat monétaire et ses composantes parce qu'il reflète l'impact de la substitution de la monnaie, qui doit être progressivement éliminée dans les années à venir.

Dans le cas fortement dollarisé du Cambodge (plus de 90% du système bancaire est dollarisé)²⁹⁴, le taux d'intérêt de la monnaie locale ne joue aucun rôle et n'a aucun impact sur l'épargne et l'investissement (nous examinerons les impacts de la dollarisation plus

²⁹⁴ L'évaluation du FMI-Cambodge (fin 2004), le rapport sur le développement économique du Cambodge.

tard).

2.2.2. Les instruments de la politique monétaire

Il est encore trop tôt pour développer des instruments de contrôle monétaire au Cambodge. Les réserves obligatoires des banques commerciales et le refinancement ont été introduits récemment. Les opérations de marché libre (*open market operation*) n'existent pas actuellement au Cambodge. Cette lacune est causée par l'absence de lois sur les instruments financiers, les transactions, ou encore les titres de l'Etat comme les bons du Trésor négociables, les obligations d'Etat etc.

Le système de réserves obligatoires est considéré comme un instrument monétaire indirect, mais il n'est pas basé sur le marché, comme les opérations d'*open market*. À partir de 1998, le ratio de réserves obligatoires est passé à 8% (de 1993 à 1997 il était de 5%) (BNC-3e, 2005)²⁹⁵. Cependant, il est moins efficace du fait du niveau élevé des réserves et de la quasi-absence de dépôts en monnaie locale.

Le système de refinancement a été introduit en 1994. Il est caractérisé par le rachat (*repurchase*) du papier par les emprunteurs avant échéance pour un montant de 70% de la valeur faciale. Cependant, du fait de l'absence de titres de l'Etat négociables et du manque d'effets de commerce libellés en riels, les opérations de refinancement n'ont pas été utilisées longtemps.

Du fait de l'inefficacité des instruments monétaires, la BNC compte sur la vente aux enchères (ou les appels d'offre) des dollars américains. Cela permet d'être plus efficace afin de régler les liquidités en riels et d'assurer une évolution lisse des taux de change, ce qui garantit la stabilité du niveau des prix.

2.3. La politique de taux d'intérêt

La libéralisation financière forte et très rapide des taux d'intérêt s'est achevée en 1995. Cela signifie que les banques sont devenues libres de fixer leurs propres taux débiteurs et créancier. Cependant, l'expérience montre que le taux d'intérêt en monnaie domestique ne représente pas un bon indicateur monétaire parce que le dépôt effectué dans le système bancaire se fait principalement en dollars. Le taux d'intérêt en riels n'a donc pas un grand impact sur le système bancaire. Or, le taux d'intérêt en dollars est libéralisé et il est suivi par les marchés internationaux (exogène).

Actuellement, la BNC fixe un taux de base de refinancement pour les banques commerciales. Mais si ces opérations ne se réalisent pas, c'est à cause de l'absence de titres de l'Etat négociables et de réglementation appropriée. Les lois et les règlements sur les obligations d'Etat et privées sont en cours de développement. La formule pour déterminer ce taux de base est :

Taux de base (*par mois*) = (Taux de croissance du PIB + taux d'inflation annuel) / 12.

L'objectif de la BNC est d'avoir un taux d'intérêt qui peut être utilisé comme un indicateur monétaire dans la conduite de la politique monétaire, et d'encourager les

²⁹⁵ op. cit., p. 27.

banques à prêter en riels en facilitant la dé-dollarisation. Au niveau de la situation actuelle du Cambodge, l'émission et la bonne gestion de bons du Trésor négociables sont importantes, de même que l'utilisation des enchères pour fixer le taux d'intérêt du marché le plus attrayant.

2.4. La politique des taux de change

Le système des taux de change du Cambodge est composé de deux taux : le taux officiel et le taux du marché. L'ajustement du taux officiel est réalisé quotidiennement par la banque centrale pour limiter l'écart entre le taux officiel et le taux du marché parallèle de plus ou moins 1%. Les banques commerciales sont libres d'acheter et de vendre avec leurs propres taux de change. Le taux de change officiel est principalement utilisé par les fonctionnaires de l'administration fiscale, qui l'utilisent comme taux de base pour calculer les taxes sur les paiements. Le ministère de l'économie et des finances aussi utilise ce taux officiel pour les transactions en devises étrangères et pour évaluer les propriétés de l'Etat (il utilise généralement le taux moyen). Et les banques commerciales convertissent les comptes en devises étrangères avec ce taux officiel pour faire les rapports à la BNC.

Pour la fixation du taux de change officiel, il y a un comité de détermination du taux de change officiel (*Official Exchange Rate Determining Committee-OERDC*). Ce comité est chargé de fixer chaque jour le taux de change officiel. Il comprend le département de gestion des changes comme président, le département des études économiques comme vice-président, et le département des banques comme membre. Aujourd'hui le taux de change officiel est fixé sur la base de la moyenne du taux officiel et celui du marché en maintenant l'écart entre les deux à plus ou moins 1%. L'écart (*spread*) entre achat et vente avec le taux officiel est de 0,5%.

La vente aux enchères de dollars américains sur le marché des changes intervient quand une fluctuation anormale se produit. En outre, la vente aux enchères des dollars est utilisée comme un instrument pour stabiliser le taux de change et donc le niveau des prix. La vente et l'achat des dollars sont le seul moyen de la politique monétaire pour stabiliser les taux de change et les prix.

§3. Le développement des activités bancaires

Les activités de crédit sont les principales activités du système bancaire cambodgien qui doit contribuer à la croissance économique du pays. Ces activités peuvent être octroyées par la banque centrale et aussi par les banques commerciales. Mais après la réforme la banque centrale, celle-ci joue un rôle très marginal dans le financement de l'économie.

3.1. L'activité de crédit de la banque centrale

En dehors de la fonction de régulateur du système bancaire, la banque nationale du Cambodge a aussi pour rôle d'octroyer des crédits à l'économie. Toutefois concernant le gouvernement, la loi de la banque centrale stipule que le crédit au gouvernement doit être restreint et limité²⁹⁶. Nous pouvons observer (Figure 10) que les crédits octroyés au gouvernement ont baissé sensiblement.

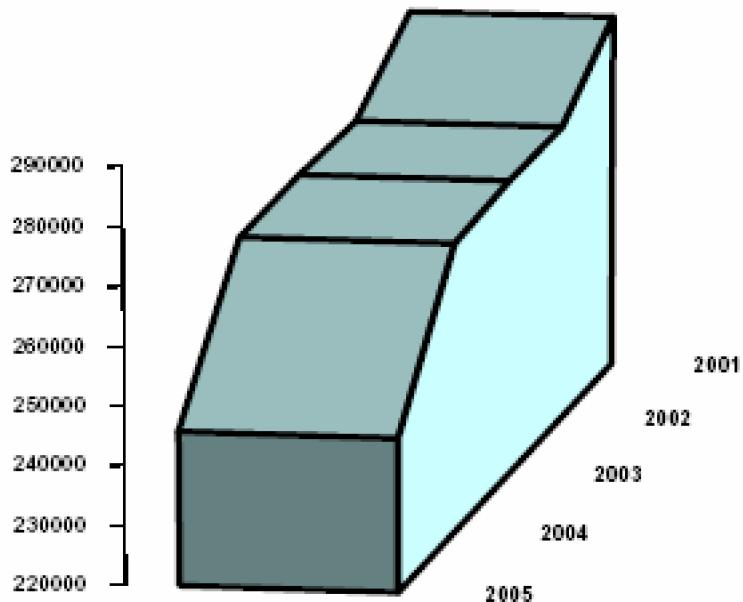


Figure 10. Les crédits de la banque centrale au Gouvernement et aux entreprises publiques (en milliards de riel)

Source : la banque nationale du Cambodge.

Aux cours des années 1980 et 1990 le gouvernement a recouru pour une grande partie de son financement aux prêts de la banque centrale. Après la mise en œuvre de la politique de réforme financière avec l'assistance technique du Fonds Monétaire International (FMI), et de la nouvelle loi de la banque centrale, les crédits au gouvernement ont été sensiblement réduits. Or, le déficit budgétaire du gouvernement a été financé par les dons des pays donateurs et la privatisation des entreprises publiques. Ce déficit persistant est toujours financé par les dons des pays donateurs, qui se réunissent chaque année. La moitié des financements du gouvernement était financée par les dons entre 1994 et 2002, et cette proportion était tombée à 1/3 entre 2003 et 2005. Les financements par les dons ne sont pas répertoriés dans le budget national de l'Etat. Ces financements se font à travers des organisations non gouvernementales, pour les activités sociales par exemple. Le FMI a introduit un programme nommé le crédit pour l'ajustement structurel (*Structural Adjustment Credit*), pour soutenir une part du déficit du gouvernement après l'adoption de la nouvelle loi bancaire en 1996. Ce type de crédit d'ajustement n'existe plus aujourd'hui, il est remplacé par la facilité de crédit pour la réduction de la pauvreté et la croissance.

Les crédits aux entreprises étatiques ont baissé brusquement depuis 1993. Cette baisse du crédit aux entreprises publiques s'explique par le processus de privatisation. Les entreprises publiques ont changé leurs statuts pour devenir des entreprises publiques autonomes (autonomie technique et financière). Donc l'Etat n'est plus responsable

²⁹⁶ La loi de la banque centrale, 1996.

financièrement de ces entreprises publiques. Elles ont la possibilité de faire des emprunts sans restriction auprès du public ou du système bancaire. Depuis la profonde réforme du secteur bancaire, la banque centrale n'accorde plus de crédits au secteur privé comme auparavant (système mono-bancaire).

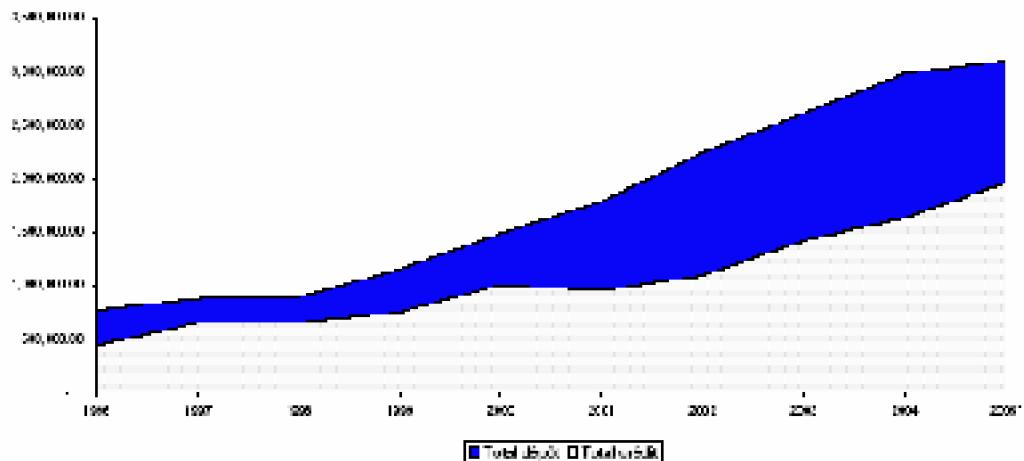
3.2. Les dépôts des banques commerciales

Le système bancaire cambodgien vient d'être restauré après une longue période de guerre. La guerre prolongée a conduit à une perte totale de confiance dans ce secteur. Le regain de confiance est très difficile et prend du temps contrairement à la destruction de la confiance qui est un phénomène plus rapide. Après des années de réformes et de restauration du système bancaire, le résultat observé est un regain de confiance dans le système bancaire, ce qui est démontré par l'accroissement des dépôts bancaires comme indiqué dans la Figure 11.

La Figure 11 montre que le volume des dépôts bancaires a augmenté de manière considérable depuis 1998 (Annexe-tableau 2). Comme nous l'avons expliqué précédemment, le système bancaire cambodgien est hautement dollarisé. Les dépôts bancaires représentent une très grande partie des dépôts en devises, spécialement en dollars. De ce fait, les crédits octroyés sont en devises. Si on calcule le ratio de la taille des intermédiaires financiers, qui est égal aux engagements liquides du secteur financier M2 (monnaie plus dépôts à vue, engagements bancaires rémunérés et intermédiaires financiers non bancaires), divisée par le PIB, on obtient un ratio égal à 0,242²⁹⁷ en 2005. Ce ratio montre que le niveau de l'intermédiation financière est très bas. Pour les pays développés, ce ratio est à un niveau supérieur à 0,5. Pour les pays de niveau intermédiaire, ce ratio est de l'ordre de 0,45, comme pour la Thaïlande (Rosse Levine, 1999)²⁹⁸. Ce ratio montre que le niveau de l'intermédiation financière reste faible et que les banques n'ont pas joué pleinement leur rôle dans le financement de l'économie cambodgienne.

²⁹⁷ Les calculs par l'auteur.

²⁹⁸ op. cit., p. 12.



Note : * les données fin décembre en 2005

Figure 11. Le total des dépôts et crédits du système bancaire (en million de riel)

Source : la banque nationale du Cambodge

Le Figure 12 montre que, depuis 1998, les dépôts à terme se composent pour une grande partie de dépôts bancaires, ce qui facilite l'octroi de crédits à l'économie par les banques commerciales en limitant les risques de transformation de maturité. Or, les deux autres composants des dépôts bancaires, le compte d'épargne et le dépôt à vue, sont aussi importants dans le système bancaire. Mais le compte d'épargne a tendance à augmenter plus que le compte à vue.

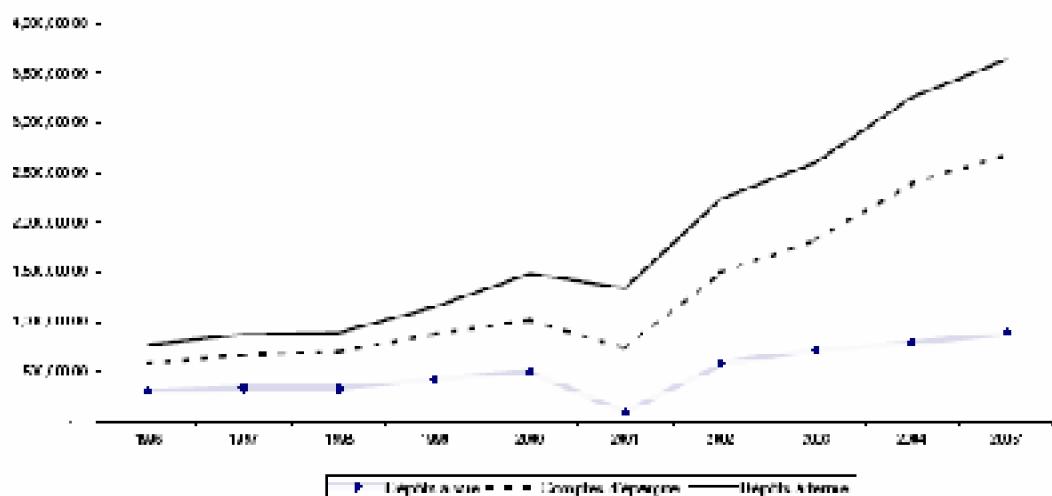


Figure 12. La composition du dépôt bancaire

Source : la banque nationale du Cambodge, * fin décembre 2005.

Le Cambodge n'est pas un pays souverain en terme économique et financier, car ce

pays utilise le dollar comme monnaie locale. Les activités bancaires dépendent aussi entièrement de l'évolution des taux d'intérêt internationaux, en particulier aux Etats-unis. La plupart de l'épargne en dollars est placée à l'étranger avec un niveau de confiance plus élevé pour les épargnants. Même la banque nationale du Cambodge elle-même place ses réserves à l'étranger sans trouver les moyens de les transformer en investissement productif.

3.3. Les crédits bancaires à l'économie

Le crédit bancaire au Cambodge joue un rôle important pour le financement du secteur privé, les entreprises locales n'ayant pas la possibilité de trouver des ressources de financement à l'extérieur (sauf les *Joint-venture*). La Figure 11 « le total des dépôts et crédits du système bancaire » montre que le financement du secteur privé cambodgien par le crédit bancaire a augmenté de manière considérable. Le crédit bancaire au secteur privé a augmenté fortement de 438,5 milliards de riels (soit 109,6 millions de dollars) en 1996 à environ de 2167,2 milliards de riels fin décembre 2005 (soit 541,8 millions de dollars)²⁹⁹. Cette augmentation s'explique par la hausse des prêts aux entreprises privées et aussi par l'effet des taux de change (résultant des variations des taux de change, parce que généralement la proportion des prêts en devises étrangères, surtout en dollars, était largement plus élevée que la proportion des prêts en monnaie domestique). Mais la deuxième composante de l'accroissement des crédits (la variation de taux de change) dans le secteur privé est marginale, car depuis 1999 le taux de change est quasiment stable (Figure 16 « L'évolution des cours de change »).

Comme indiqué précédemment, l'économie du Cambodge est dollarisée. L'avantage de cette dollarisation s'est traduit par un moindre impact de la crise financière asiatique de 1997 sur l'économie cambodgienne. Il s'agissait d'une crise de change qui a eu des effets dramatiques sur la dévaluation des devises des principaux pays de l'ASEAN. Ces dévaluations ont eu des impacts néfastes sur le système bancaire, les dépôts, les crédits, les investissements, et la production. Mais le Cambodge a été touché moins que les autres pays de la région (l'Indonésie et la Thaïlande). La Malaisie ayant un système bancaire plus solide, l'impact sur le système bancaire (crédit bancaire) est resté limité (Figure 12 « L'évolution du crédit bancaire au secteur privé-ASEAN »). Au Cambodge, la crise politique a eu un retentissement considérable sur le système bancaire et aussi sur l'économie, *c'était la double crise !* Mais les activités bancaires ayant repris plus vite que dans les autres pays, il est clair que c'est la crise politique qui a fait baisser le niveau du crédit bancaire.

Même le secteur bancaire cambodgien a subi à plusieurs reprises l'effet des crises politiques et des élections générales³⁰⁰. La Figure 11 montre également que le crédit accordé au secteur privé a augmenté assez remarquablement. Mais le crédit octroyé n'est pas encore satisfaisant au regard des besoins énormes de l'économie. Le Cambodge a

²⁹⁹ Les rapports mensuels de la banque nationale du Cambodge, 2005.

³⁰⁰ Le Cambodge est un pays jeune en terme de la mise en place du système démocratique, de temps en temps, il existe l'instabilité durant les élections générales.

besoin de plus capital pour investir, spécialement dans les petites et moyennes entreprises. Un obstacle qui empêche l'octroi de crédits aux entreprises est l'absence de réglementation (loi de faillite, loi des entreprises commerciales, système comptable normalisé etc.).

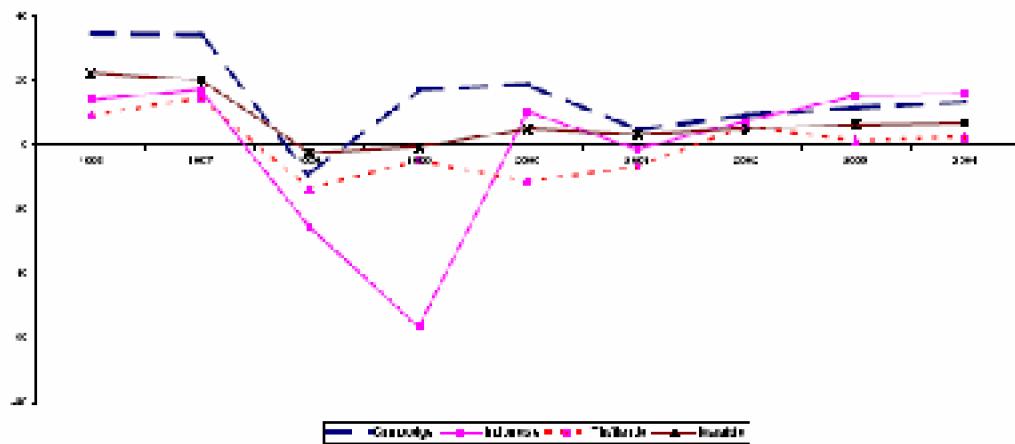


Figure 13. L'évolution du crédit bancaire au secteur privé-ASEAN (accroissement annuel, en %)

Source : Asia Economic Monitor, Asian Development Bank, 2004.
<http://www.adb.org>

La plupart des crédits octroyés sont basés sur les garanties (le terrain, l'immobilier etc.). En leur absence, on ne peut pas octroyer de crédit. Donc il est difficile pour les entreprises d'étendre leurs activités (nous examinerons les obstacles du secteur bancaire pour l'octroi de crédit plus loin).

Une grande partie des crédits octroyés à l'économie est destinée à des biens et des services (36% du crédit total octroyé à l'économie à la fin décembre 2005) et ne sont donc pas des investissements très productifs (Figure 14). Mais une grande partie est destinée à des investissements hôteliers. Or, le secteur manufacturier, qui est le secteur clé de l'économie pour l'exportation, ne représente que 14%. En l'état actuel, il faut faire attention à ce type de crédit. Il est essentiel de promouvoir des crédits au secteur productif ou industriel qui contribueront à une croissance économique durable. Le secteur de l'industrie (manufacturier) et du commerce ne représente que 24% du crédit total à l'économie. La Figure 14 montre la répartition du crédit bancaire aux secteurs économiques, ce qui reflète l'efficacité des services financiers sur le secteur des entreprises (Annexe-tableau 3).

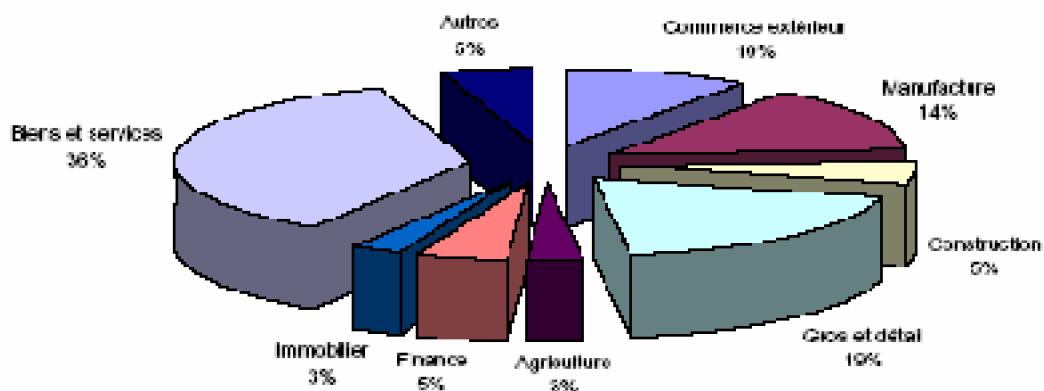


Figure 14. La répartition du crédit aux secteurs

Source : la banque nationale du Cambodge, le rapport mensuel, décembre, 2005.

Les crédits octroyés par les banques commerciales sont de court terme, la plupart à 1 an. Ceci rend très difficile les investissements à long terme lesquels génère pourtant la croissance économique durable, ce qui n'est pas le cas du Cambodge. Les investissements à long terme sont réalisés par l'Etat (par exemple, les infrastructures physiques), ou par les investissements directs de l'étranger.

Le taux d'intérêt se classe en deux types, le taux en dollars américains et le taux d'intérêt en riels. Le taux d'intérêt en riels ne joue pas de rôle clé dans la politique de crédit des banques, seul le taux d'intérêt en dollars a un rôle important. Le taux d'intérêt des prêts en dollars est très élevé ; après avoir atteint 18% à 23% par an avant l'an 2003, la concurrence sur le marché bancaire a fait baisser ce taux à un niveau de 12% à 15% par an (BNC-3e, 2005)³⁰¹ depuis cette date. Les banques commerciales au Cambodge réalisent des bénéfices avec un taux créancier élevé comparé à un taux débiteur bas d'environ 2,5% à 3% par an (MPDF, 2004)³⁰². Le taux d'intérêt créancier en riels est légèrement supérieur à celui du taux en dollars.

Le système bancaire cambodgien est en situation de sur-liquidité (*over-liquidity*), c'est-à-dire qu'il existe beaucoup trop des dépôts bancaires disponibles non utilisés dans le système bancaire (Figure 11 « le total des dépôts et crédits du système bancaire »). Cette sur-liquidité s'explique, d'une part par la prudence excessive des banques en termes d'octroi de crédit au secteur des entreprises, et d'autre part par l'ignorance des entreprises sur les procédures pour obtenir un crédit auprès des banques. En plus au Cambodge, le système comptable et la réglementation ne sont pas suffisamment précis, et le système juridique présente trop de faiblesse. Si le crédit ne se développe pas, il n'y aura pas d'investissement, donc pas de croissance économique.

³⁰¹ op. cit., p. 21.

³⁰² op. cit., p. 23.

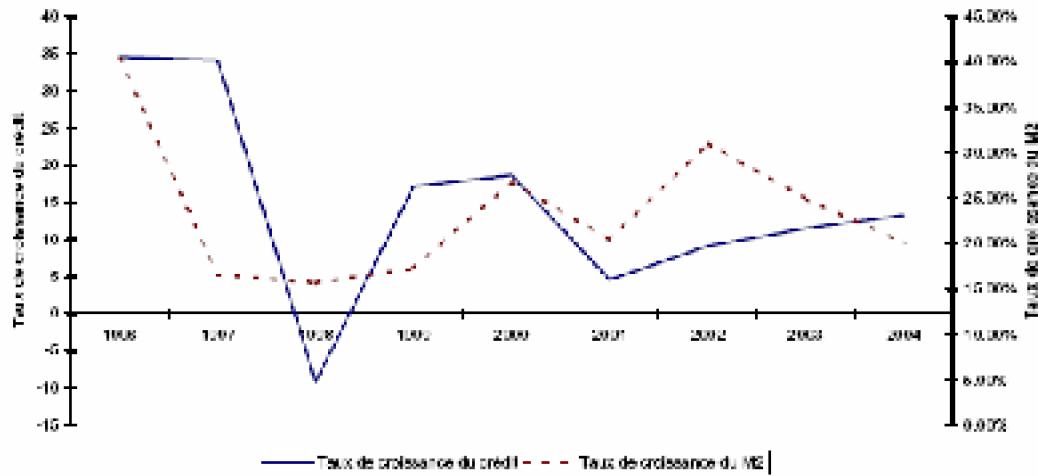


Figure 15. Les évolutions des taux de croissance du crédit et de M2

Source : la banque nationale du Cambodge.

Une grande partie de la sur-liquidité est placée à la banque centrale³⁰³ par certaines banques commerciales, qui représentaient environ 35% des dépôts dans le système bancaire en 2004 (BNC, 2004)³⁰⁴. La banque centrale investit ces masses de dépôts bancaires venant des banques commerciales en bons du Trésor américains, en les plaçant à l'étranger. La banque centrale et le gouvernement doivent prendre en considération ce problème de sur-liquidité et le placement des fonds à l'étranger, alors que l'économie cambodgienne souffre actuellement d'un manque de capitaux pour investir. La Figure 15 montre les évolutions du taux de croissance du crédit au secteur privé, et du taux de croissance de la masse monétaire M2.

Nous pouvons observer que le crédit a évolué vraisemblablement dans le même sens que l'évolution de la croissance de la masse monétaire M2. Mais pour le taux de croissance du crédit, on observe une forte fluctuation, en particulier en 1997-98 du fait de la crise politique grave et de l'impact de la crise financière asiatique de 1997. Il est important d'avoir une longue durée de stabilité politique pour permettre le développement du secteur bancaire.

§4. La dollarisation est-elle bénéfique ?

Au Cambodge, le dollar émis par les Etats-Unis est largement utilisé comme unité monétaire. Le dollar constitue en effet un instrument d'évaluation (de nombreux prix de biens et de services sont libellés en dollars), un instrument de paiement (les règlements sont effectués pour la plupart en billets américains et de plus en plus au moyen de chèques en dollars), et un instrument d'épargne permettant aux agents économiques de

³⁰³ La loi bancaire interdit la sortie des capitaux sans l'autorisation de la banque centrale.

³⁰⁴ op. cit., p. 12.

se protéger contre l'inflation ainsi que contre la dépréciation de la monnaie locale. La dollarisation a des inconvénients (son coût) et des avantages auxquels nous nous intéressons dans les points qui suivent.

4.1. Les désavantages de dollarisation

La dollarisation d'un pays entièrement dollarisé comme le Cambodge a plusieurs inconvénients, comme la perte des droits de seigneurage, le montant moins élevé de réserves officielles internationales, l'inefficacité de la politique monétaire et de change et des autres mesures politiques menées par le gouvernement.

4.1.1. La perte des droits de seigneurage

La perte des droits de seigneurage est la perte des revenus obtenus par les droits de seigneurage pour le gouvernement. Berg et Borensztein (2000) indiquent : « *the ancient concept of seigniorage is a government's profit from issuing coins for a cost less than face value. This concept is also relevant for paper currencies. Neglecting the minor cost of printing money, seigneurage is simply the increase in the volume of domestic currency* »³⁰⁵. En autre terme, la perte des droits de seigneurage est la perte de bénéfice provenant de l'émission des billets pour l'autorité monétaire. Il existe plusieurs méthodes d'estimation de cette perte des droits de seigneurage.

Une étude du FMI (décembre 2001) sur « *Macroeconomic Adjustment in a Highly Dollarized Economy—The Case of Cambodia* »³⁰⁶, a estimé la perte de revenu du gouvernement cambodgien en utilisant deux méthodes, la méthode des réserves monétaires (*Reserve-Money Method*), et celle du bénéfice de la banque centrale (*Central-Bank-Profit Method*).

Mario De Zamaroczy et Sophana Sa (2001)³⁰⁷ montrent qu'avec les deux méthodes d'estimation de la perte des droits de seigneurage du Cambodge, celle-ci est relativement faible par rapport au PIB, avec une moyenne annuelle entre 0,25% et 2% pour la période de 1994 à 2001. Mais la perte des droits de seigneurage en termes de revenu du gouvernement est élevée, la perte moyenne annuelle allant jusqu'à 11,5 % sur la même période. Ce pourcentage élevé illustre la part faible des revenus du gouvernement par rapport au PIB. La perte de revenu des droits de seigneurage est donc énorme.

4.1.2. Une politique monétaire inefficace

Dans une économie hautement dollarisée comme le Cambodge on trouve peu de

³⁰⁵ « Le concept ancien de seigneurage est le revenu du gouvernement provenant de l'émission des pièces de monnaie à un coût inférieur à leur valeur faciale. Ce concept est aussi valable pour les billets de banque. En dehors du coût négligeable de l'impression de la monnaie, le seigneurage est simplement l'accroissement du volume de monnaie domestique ».

³⁰⁶ De Zamaroczy, Mario and Sa, Sopanha (end 2001) « Macroeconomic Adjustment in a Highly Dollarized Economy—The case of Cambodia », *IMF Working Paper*, wp/01/xx.

³⁰⁷ op. cit., pp. 23-24.

réserves internationales. Habituellement, dans un pays où la monnaie domestique est la seule monnaie légale de transaction, toutes les entrées de capitaux doivent s'échanger contre de la monnaie locale avant les transactions. Les nouvelles devises se trouvent donc dans les coffres de la banque centrale comme réserves internationales. Mais dans le cas du Cambodge, les devises sont utilisées sans aucune restriction, ce qui affaiblit la banque centrale du pays. La faiblesse des réserves et la circulation des devises hors du système bancaire aboutit à l'inefficacité de la politique monétaire.

Au Cambodge, comme le degré de dollarisation est très élevé, ce qui signifie que la masse des entrées de devises n'est pas sous le contrôle direct de la BNC, l'offre de monnaie est exogène. Et en plus, les banques commerciales réalisent des activités de crédit et de dépôts en dollars en fixant elles-mêmes le taux d'intérêt en dollars. Comme la BNC est l'autorité monétaire et parce qu'il n'existe aucun pouvoir pour contrôler la masse monétaire, les taux d'intérêt et la politique monétaire qui utilisent ces instruments sont inefficaces (l'offre de dollars et le taux d'intérêt en dollars sont exogènes).

Donc, un niveau de dollarisation élevé dans un pays constitue un handicap pour sa politique monétaire, et la rend même parfois inefficace. Les instruments financiers comme le taux d'intérêt, le taux de change, la masse monétaire et les autres indicateurs financiers ne sont pas des outils efficaces pour la BNC dans la gestion de sa politique monétaire.

4.2. Les avantages de la dollarisation

Si la dollarisation a des inconvénients, elle peut aussi apporter certains avantages pour des pays en développement ou des pays en transition comme le Cambodge.

4.2.1. L'isolation des effets de fluctuation du taux de change

La forte dollarisation du Cambodge offre certaines protections contre les risques de change, du fait que le cours du change n'affecte qu'une petite partie de la masse monétaire (la masse monétaire en monnaie domestique). Au Cambodge, toutes les transactions commerciales et les transactions financières sont en dollars, sauf les très petites transactions qui sont en riels (moins de 1 dollar). Donc, dans le cas de la dévaluation/dépréciation du taux de change, il existe des effets très limités sur les prix (taux d'inflation) des produits, car la plupart des produits sont libellés en dollars (sauf l'inflation importée), et pour les petits produits payés en riels, l'impact reste léger et indirect. Par contre au moment de la crise financière asiatique, le Cambodge se trouvait protégé des effets sur la dépréciation du taux de change par rapport aux autres pays de la région (Figure 16).

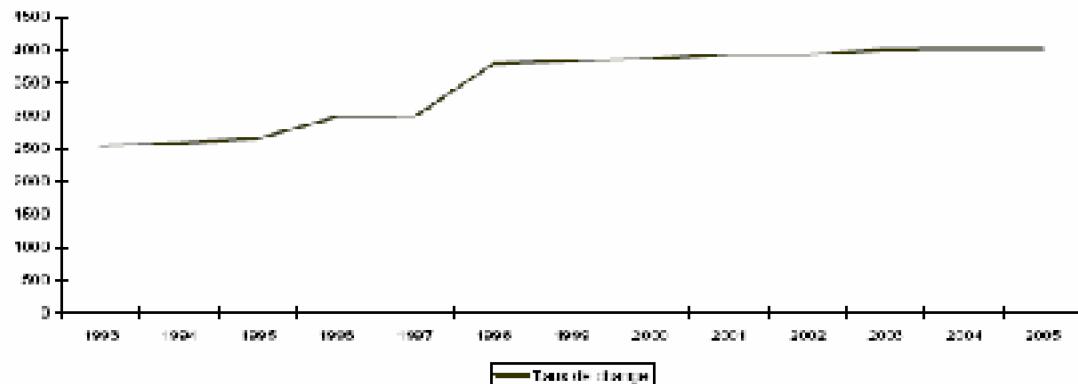


Figure 16. L'évolution des cours de change (riels contre 1 dollar)

Source : la banque nationale du Cambodge.

De juillet 1997 à janvier 1998, le baht thaïlandais a perdu 71% de sa valeur contre le dollar. Durant la même période de crise, le riel cambodgien s'est déprécié de 23% seulement. Mais durant cette période, le Cambodge a traversé une très grave crise politique. Au total, le Cambodge (dollarisé) a été mieux protégé des effets de la crise comparé à la Thaïlande. Depuis 1999, le taux de change du riel contre le dollar est relativement stable (Figure 16).

4.2.2. La ré-intermédiation financière

Le contexte du Cambodge est très particulier, puisque, pendant une période, le système bancaire et la monnaie ont été supprimés. Donc, il est très difficile de restaurer la confiance dans la monnaie domestique (mais la défiance est plus facile). L'utilisation du dollar permet au Cambodge de renforcer la ré-intermédiation financière (*Financial Re-intermediation*) et l'approfondissement du système bancaire. Le Cambodge durant la période de transition avant 1994 a connu de fortes pressions inflationnistes (Figure 9 « L'évolution du taux d'inflation ») et une situation macroéconomique instable, ce qui a rendu les habitants peu enthousiastes pour placer leur argent dans le système bancaire domestique.

À travers les dépôts en devises dans les banques domestiques, la BNC encourage les résidents à utiliser les services bancaires, plutôt que de garder de l'argent à la maison ou de le placer à l'étranger. Une fois la stabilité macroéconomique restaurée, les agences pourront proposer des services bancaires avec la monnaie domestique. Ceci est en bonne voie car, comme montre la Figure 17, les dépôts en riel ont augmenté fortement durant la crise politique et la crise financière de 1997.

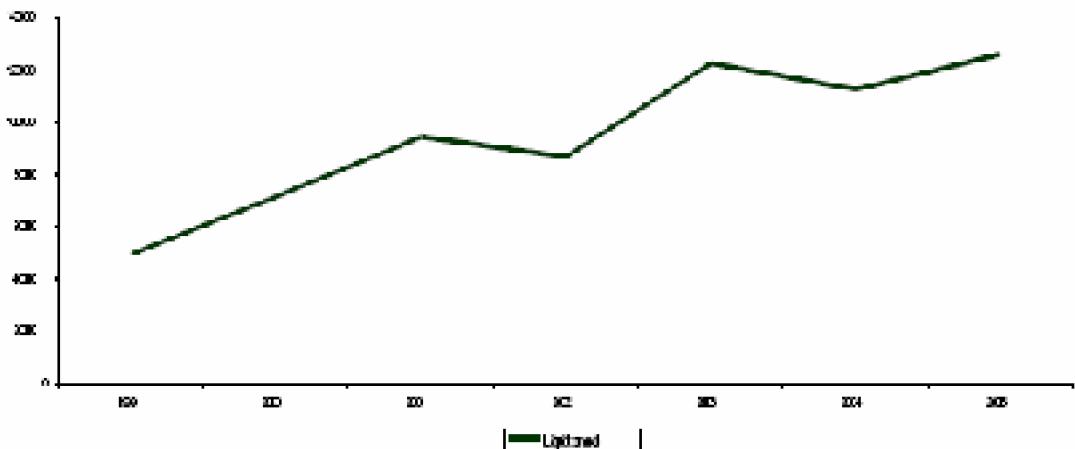


Figure 17. L'évolution des dépôts bancaires en riel

Source : la banque nationale du Cambodge.

Un autre avantage de la dollarisation est la facilité d'intégration économique et financière dans la région et aussi dans le monde. La dollarisation permet de réduire les risques de change, et réduit le coût des transactions commerciales internationales, en particulier avec les pays qui utilisent la même monnaie. Pour le Cambodge, le textile et les vêtements représentent près la moitié du secteur industriel, et plus de 76% des textiles et vêtement sont exportés aux Etats-Unis. En outre, la dollarisation élimine le risque de taux de change, en particulier pour les investisseurs étrangers, et aussi permet de limiter l'exposition du pays à une crise de change.

Dans le cas actuel du Cambodge, la dollarisation constitue un frein au financement monétaire des besoins de l'Etat. En effet, un tel financement, en l'absence de confiance dans la monnaie locale de la part des agents économiques, pourrait entraîner une cession des riel mis en circulation contre des dollars et par conséquent une dépréciation de la monnaie locale.

Les avantages liés à la dollarisation de l'économie ne l'emportent cependant pas sur les inconvénients majeurs qu'elle présente. C'est pourquoi il importe de s'engager dans un processus de dé-dollarisation progressif. Après plus d'une décennie de dollarisation sans prise des mesures fortes, le Gouvernement et la BNC devraient établir au plus vite un programme de dé-dollarisation. Le problème essentiel est de mettre en œuvre ce programme au moment opportun, c'est-à-dire au cours d'une période d'expansion de nature à rassurer l'ensemble des opérateurs plutôt que dans une époque d'attentisme.

4.3. Le processus de dé-dollarisation

Le processus de dé-dollarisation implique des mesures qui doivent être conduites à trois niveaux : le gouvernement, le système bancaire (la banque centrale et les banques), et les acteurs non financiers.

Il convient que chacun des acteurs soit conscient du fait qu'aussi longtemps que la dé-dollarisation ne sera pas mise en œuvre, le pays ne détiendra pas l'ensemble des

attributs de sa souveraineté.

4.3.1. Le gouvernement

- i. Mettre en application efficacement l'article 21 alinéa 2 de la loi de la banque centrale du 26 janvier 1996 qui prévoit que « Les recettes en devises du Trésor National sont cédées à la Banque Centrale qui crédite le compte unique du Trésor de la contre-valeur en monnaie nationale au cours du jour ». Pour mettre en place cet article, le gouvernement doit centraliser dans un compte libellé en riels et ouvert dans les livres de la BNC tous les avoirs en devises des ministères, des administrations et du Trésor public. Ces avoirs en devises devront par conséquent être cédés contre des riels.
- ii. Accepter que les recettes et les dépenses du gouvernement soient libellées en riel, y compris les recettes ainsi que les dépenses des entreprises publiques.

iii. Émettre des bons du Trésor NEGOCIALES à court terme et des obligations d'Etat NEGOCIALES en riels et en dollars aussi vite possible si la loi permet. Il est nécessaire de promouvoir les bons négociables émis en riels vis-à-vis du dollar. Naturellement, il conviendra que les taux d'intérêt réels servis sur ces bons du Trésor et sur les obligations d'Etat en riels soient positifs et plus élevés que les bons en dollars (donc qu'ils soient assortis d'un taux d'intérêt nominal supérieur aux taux de l'inflation).

L'émission de ces bons du Trésor et des obligations d'Etat présenterait au surplus l'avantage de procurer des ressources à l'Etat en finançant par l'emprunt une part du déficit budgétaire. Une telle mesure, accompagnée d'une plus grande transparence, serait en effet peut-être de nature à créer un choc psychologique salutaire dans la population.

4.3.2. Le système bancaire

Le système bancaire est quasiment complètement dollarisé. Son implication dans le processus de dé-dollarisation constitue donc la clef de voûte de la mise en œuvre de ce processus. Il faudra : encourager les banques à céder progressivement leur capital en devises contre des riels, ce qui est difficile et prendra de temps, et exonérer les taxes sur les intérêts en riels ; inciter le système bancaire à consentir des crédits en riels, en faisant valoir la possibilité de refinancement auprès de la BNC, à condition, bien entendu, que les concours concernés soient considérés comme sains par la Banque Centrale ; demander aux banques d'ouvrir des guichets de change à l'aéroport, sur les marchés, voire dans les principaux hôtels ; encourager les banques à mettre à la disposition de leur clientèle des cartes de paiement permettant des retraits de billets en riels aux distributeurs automatiques, permettant ainsi aux clients de régler leurs achats en riels, par carte ; introduire sur le marché des produits dérivés, en particulier les couvertures de risque de change, risque de taux et autres produits nécessaires.

4.3.3. Les acteurs non financiers

C'est pour eux que la dé-dollarisation sera le plus difficile, car ils ne pourront être convaincus du bien-fondé de la mesure que dans le cadre d'un climat de stabilité et de sécurité ce qui implique, sur le strict plan économique, une stabilité des prix ainsi que du

cours de change de la monnaie nationale. Les mesures suivantes doivent être ainsi considérées : convaincre les opérateurs de la pérennité de la convertibilité interne du riel de manière à assurer les détenteurs de monnaie locale qu'ils pourront toujours acheter des devises pour effectuer leurs transferts et leurs achats à l'étranger ; faire respecter les dispositions de la loi sur le change relative à la domiciliation des importations et des exportations ; obliger les acteurs non financiers à payer les salaires de leurs employés et également à libeller leurs factures en riels.

Conclusion Section 3

Le développement du système bancaire cambodgien s'est fait rapidement depuis la réforme bancaire de 2000 avec le programme de re-agrément (*re-licensing*). Ce progrès est marqué par le développement de la masse monétaire. Mais la composition de la masse monétaire est majoritairement dominée par les dépôts bancaires en devises, principalement en dollars.

Le système bancaire fortement dollarisé handicape la politique monétaire de la banque centrale, rendant inefficaces les instruments traditionnels de la politique monétaire, comme le taux d'intérêt et le taux de change. Le taux de réserve obligatoire est le seul instrument de politique sur le crédit. Le taux d'inflation étant quasiment stable dans un pays dollarisé, la banque centrale s'en préoccupe peu, car les prix sont indexés sur le dollar, et si celui-ci est stable, les prix le sont aussi.

Le crédit bancaire a augmenté fortement (environ 400% depuis 1999), et cette augmentation est importante pour alimenter les besoins financiers du secteur privé. Mais le gouvernement et la banque centrale doivent orienter ou encourager les banques à octroyer des crédits plus avantageux aux secteurs productifs et aux secteurs clés générant une croissance économique durable. Les crédits que les banques octroient actuellement sont en grande partie pour les biens et services.

La dé-dollarisation est importante pour l'avenir, mais le gouvernement et la banque centrale devant coopérer de plus en plus étroitement, étape par étape, la volonté politique du gouvernement est un atout majeur. Avec le dollar, le Cambodge perd ses droits de seigneurage, ce qui signifie que nous perdons notre souveraineté économique et le symbole du pays, même si le Cambodge est un petit pays !. En outre, la dollarisation dépouille la banque centrale de ses outils.

Il est important et nécessaire pour la banque centrale et aussi pour le gouvernement de créer un marché interbancaire (le marché de capitaux à court terme). Sur ce marché, les banques, le gouvernement et la banque centrale peuvent trouver des fonds à court terme pour leurs besoins et allouer les ressources inutilisées dans le système bancaire. En même temps, le gouvernement essaie d'émettre les titres à court terme qu'il rembourse à l'échéance. À ce stade de dollarisation, nous pouvons faire des transactions en dollars et aussi en riels.

Dans la section 4 nous étudions le programme de développement du secteur financier du gouvernement, et le projet de développement d'un marché obligataire et d'un marché boursier qui sont en route depuis 2001.

Section 4. Le programme de développement financier et la création d'un marché boursier

Dans l'objectif d'une croissance économique soutenable et durable, il est nécessaire d'avoir un système financier qui permet d'allouer ou d'alimenter les besoins du secteur des entreprises à moindre coût. Le gouvernement royal a adopté pour la première fois de l'histoire un programme de développement du secteur financier sur 10 ans. Ce programme touche le secteur financier tout entier, y compris l'assurance et un système de fonds de pension.

Nous étudierons principalement dans ce programme le développement du marché obligataire, du marché boursier et du marché interbancaire. Le volume de l'épargne au Cambodge est assez grand pour assurer le financement de l'économie, comme nous l'avons vu précédemment. Mais se pose le problème de la transformation ou de la canalisation de l'épargne en investissement par les intermédiaires ou par le marché. Si la demande existe, il faut maintenant développer l'offre de produits financiers et de services financiers.

Actuellement, le Cambodge reçoit l'assistance technique du Japon pour le projet de développement d'un marché obligataire à travers le Secrétariat de l'ASEAN. L'assistance a accompli deux phases, la troisième phase commencera en avril 2006. Le développement d'un marché obligataire au Cambodge permet à l'Etat et aux entreprises privées de lever des fonds à un coût inférieur au crédit bancaire. Les ressources collectées auprès du marché obligataire sont des ressources stables et de long terme, ce qui permet d'investir dans des projets à plus long terme, et donc d'aider à la croissance économique.

Dans cette section 4 nous présentons en bref le programme de développement du secteur financier, le projet de développement d'un marché obligataire, le modèle de réglementation et les étapes qui sont prévues pour le développement réussi d'un marché obligataire. Enfin, nous étudierons le projet de création d'un marché boursier au Cambodge. Le projet de loi est prêt pour être discuté en conseil des ministres. Nous examinerons la possibilité pour des entreprises privées ou étatiques d'être cotées en bourse en fournissant une information précise auprès du public et du côté des intermédiaires financiers, et les fonds disponibles pour investir en bourse.

§1. Le programme de développement du secteur financier

Avec l'assistance technique de la banque asiatique de développement (ADB), le gouvernement royal a élaboré un programme de développement du secteur financier pour les années 2001-2010 (*Financial Sector Blueprint for 2001-2010*), qui fut adopté par le gouvernement en août 2001. Ce programme se divise en sept sous-secteurs : le sous-secteur bancaire, le sous-secteur de la micro-finance, le sous-secteur des

assurances et du système de retraites, le sous-secteur non-bancaire, le sous-secteur du marché interbancaire, le sous-secteur du marché des capitaux et le sous-secteur sur les infrastructures juridiques. Le programme est divisé en 3 phases³⁰⁸ : La phase I (2001-2004) vise à créer un environnement juridique qui favorise le développement du système bancaire et un marché boursier (adoption des lois de base comme la loi sur les instruments financiers négociables, la loi sur les entreprises commerciales, la loi sur les faillites etc.). La phase II (2005-2007) a pour objectif de promouvoir l'émission des obligations d'Etat et de développer la demande pour celles-ci ; ensuite, développer le marché des obligations privées (pour les grandes entreprises et les grandes banques), et assurer la mise en place d'une norme comptable et d'un audit. Et enfin, la phase III (2008-2010) devra créer une commission des opérations de bourse des valeurs (SEC), développer le marché primaire, développer un système informatisé pour le marché interbancaire et le marché boursier, mettre en application les principes de la gouvernance d'entreprise et aussi les principes internationaux relatifs au marché boursier.

1.1. Le marché obligataire

Il s'agit de créer un environnement légal favorable pour le développement du marché des obligations d'Etat. Nous commençons par l'adoption des lois ou des réglementations nécessaires à l'émission d'obligations d'Etat à moyen et long terme. Le Ministère de l'économie et des finances, avec l'assistance technique de la Banque asiatique de développement, a terminé un projet de loi sur « les titres gouvernementaux » fin 2002. Ce projet de loi a été soumis à la Présidence des Conseil des ministres pour discussion durant le deuxième semestre de l'année 2004 avant d'être soumis pour adoption³⁰⁹ à l'Assemblée nationale.

Le système financier cambodgien n'a pas encore totalement regagné la confiance de la population, ni même de l'Etat, car l'Etat cambodgien est encore faible en termes de financement. Le financement du gouvernement provient pour une partie des dons (40%) (Hang Chuon Naron, 2005)³¹⁰. Mais il est nécessaire de promouvoir l'émission d'obligations de l'Etat par la création d'un système qui favorise une demande pour ces obligations (La Phase II du programme).

Après l'introduction des obligations d'Etat sur le marché, il est important d'introduire ensuite les obligations des grandes entreprises publiques et les obligations privées des grandes banques ou des grandes entreprises privées. Pour atteindre ce but, le gouvernement et l'Assemblée nationale devront adopter le plus rapidement possible les lois et les réglementations nécessaires. Le système de règlement et de livraison doit être mis en place. Ce système est aussi couvert dans le projet de loi sur « l'émission et de transaction des titres non-gouvernementaux » préparé par le Ministère de l'économie et des finances. L'adoption de ce projet de loi est prévue vers la fin de l'année 2006, mais la

³⁰⁸ L'extrait du programme de développement du secteur financier, 2001-2010.

³⁰⁹ L'auteur travaille dans ce domaine.

³¹⁰ op. cit., p. 55.

situation politique actuelle n'est pas favorable du tout.

Nous étudierons plus tard les facteurs qui doivent être pris en compte pour le développement du marché obligataire.

1.2. Le marché interbancaire / marché monétaire

À présent il n'existe pas de marché interbancaire ou de marché monétaire au Cambodge. Si une banque a besoin de liquidités, elle peut en demander en privé aux autres banques, car il n'y a pas d'opérations de marché libre (*open market operation*). Il est nécessaire de créer un environnement légal adéquat avant de développer un marché boursier ou un marché des obligations. L'adoption du projet de loi sur « les instruments financiers négociables », qui est à présent en discussion à l'Assemblé nationale (la phase I), est nécessaire pour développer un marché interbancaire. Ce marché interbancaire est inactif au Cambodge, car la banque nationale n'a pas les moyens pour le mettre en œuvre. Et ensuite, il faut étendre les services du marché interbancaire, particulièrement à des institutions non-bancaires (la phase II et III).

Il est important d'adopter les procédures et les réglementations pour les certificats de dépôt négociables, la mise en pension (*repurchase agreements*), les billets de trésorerie (*commercial papers*) etc. L'émission des titres de la banque centrale (la phase II et III) est très importante pour activer le marché interbancaire. L'introduction d'un système de marché primaire pour les titres d'Etat et la régulation de l'émission des bons du Trésor négociables sont également une étape majeure à franchir (la phase II).

1.3. Le marché boursier

Dans le programme de développement du secteur financier, il est spécifiquement indiqué l'intention de créer un marché boursier en 2007/08. Il est nécessaire et important de promulguer le projet de loi sur « l'émission et la transaction des titres non-gouvernementaux ³¹¹ ». Ce projet de loi est actuellement à la Présidence des Conseil des ministres pour discussion avant d'être envoyé à l'Assemblée nationale. Quand ce projet de loi sera adopté, il sera établi une Commission des opérations de bourse indépendante, qui doit être dans la phase II. Avant de mettre en service le marché boursier, il est impératif de mettre en place un système de règlement-livraison informatisé, un dépôt central des titres, et d'autres infrastructures nécessaires. Ensuite, il faudra améliorer les règles prudentielles conformément aux principes internationaux de l'IOSCO, et introduire les principes de bonne gouvernance d'entreprises privées (la phase III).

En ce qui concerne la création d'un marché boursier, nous étudierons plus tard la faisabilité de la création d'un marché boursier, du point de vue des émetteurs, des investisseurs, des intermédiaires et des infrastructures.

§2. La rationalisation pour le développement un marché obligataire

³¹¹ Ce projet de loi est en discussion à la présidence du conseil des ministre depuis 2004.

Pendant la décennie passée, le gouvernement cambodgien a attaché une grande importance au développement du secteur financier comme une clé de sa politique économique, qui était devenue inexistante pendant le régime de Pol Pot, et il fait beaucoup d'efforts spécialement sur la réforme du système bancaire. À l'heure actuelle, le marché des capitaux n'est pas encore développé et reste loin derrière le secteur bancaire. Le gouvernement vient de commencer d'émettre des bons du Trésor et des obligations recapitalisées respectivement en 2002 et en 2003, avec une durée de 91 jours et 2 à 3 ans³¹². Il n'existe pas de certificats de la banque centrale, ni d'autres instruments financiers négociables.

Aussi bien le secteur privé que le secteur public ont besoin de capitaux pour le développement et l'investissement des projets d'infrastructure (les routes, les ponts, l'électricité, l'eau, l'irrigation etc.). À présent, les financements directs comme l'aide publique au développement (FMI, Banque mondiale, Banque Asiatique de Développement etc.), les investissements directs de l'étranger et les crédits bancaires sont les principaux capitaux pour développer et investir dans les projets publics et privés au Cambodge. Mais ces types d'investissement (l'aide publique au développement) ne profitent pas toujours au Cambodge. Le Cambodge doit développer un système qui permet d'allouer des ressources qui soutiendront les besoins de financement de l'économie. Avec le développement des instruments financiers directs comme les obligations, le secteur public et privé peuvent diversifier leurs modes de financement en en choisissant le mode le moins coûteux. L'instrument financier de maturité de long terme, notamment l'émission d'obligations de l'Etat ou privées, est envisagé.

Le programme de développement du secteur financier (2001-2010) décrit le plan de développement du secteur financier tout entier, y compris le marché obligataire qui fait partie des marchés de capitaux. Ici nous nous intéressons à étudier les facteurs de succès pour le développement du marché obligataire³¹³ : a) le modèle de régulation du marché, b) le développement des obligations étatiques, c) le développement des obligations privées, d) le développement des investisseurs institutionnels et e) le développement des services de titres. Le Schéma 1 montre la relation entre les facteurs pour développer le marché obligataire.

³¹² Prakas de l'émission des obligations du ministère de l'économie et des finances, en 2001. Ces obligations sont émises en s'échangeant avec les actions des entreprises étatiques qui ont besoin d'augmenter leurs capitaux au niveau fixé par la loi.

³¹³ The ASEAN Secretariat's Technical Assistance for « Bond Market Development in Cambodia », *Report made by Nomura Research Institute*, JAPAN, Under ASEAN+3 Asian Bond Markets Initiative (ABMI), 2005.

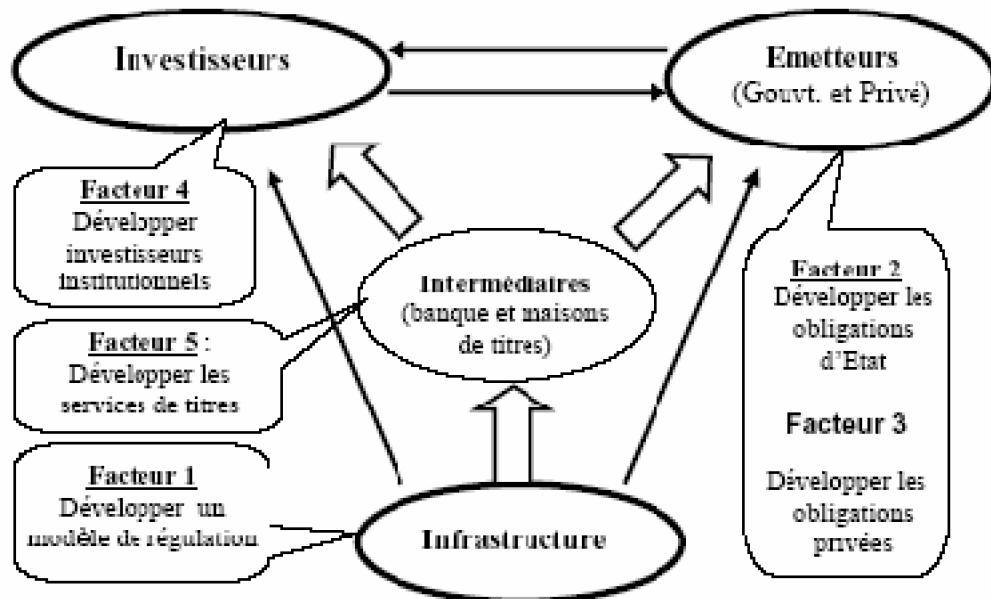


Schéma 1. Les inter-relations entre les facteurs de développement du marché obligataire

Source : Nomura Research Institute, Japan, 2005.

Le Schéma 1 montre que, pour développer le marché obligataire, il faut d'abord déterminer quel modèle de régulation (Infrastructure) le Cambodge adoptera, parmi les différents modèles qui existent (Annexe-tableau 4). Pour le projet de loi du Cambodge sur les marchés de capitaux, le modèle de régulation est similaire à celui de Malaisie. Après l'adoption et le développement du cadre juridique et réglementaire conformément à ce modèle, il faut lancer les obligations de l'Etat (émetteur-gouvernement) qui représentent l'instrument le plus fiable (jamais de faillite) et le plus liquide. Après un certain temps, il est important d'introduire les obligations privées (émetteur-privé) qui permettent aux investisseurs de diversifier parmi les différents instruments financiers, et aux émetteurs de collecter les fonds à investir. Sur le marché obligataire, les investisseurs importants sont les investisseurs institutionnels (fonds de pension, compagnies d'assurance) ; il est donc nécessaire d'attirer ce type d'investisseurs pour augmenter la taille du marché. Pour obtenir un marché obligataire ou un marché des capitaux efficace, il est nécessaire d'avoir de bons services financiers, lesquels sont principalement proposés par les intermédiaires financiers ou les participants.

Le Cambodge doit donc s'engager avec méthode, en procédant étape par étape, dans le développement du marché obligataire. Les obstacles structurels sont l'adoption des lois et des réglementations qui trop lentes à se mettre en place, sans parler des autres ministères concernés, qui ne se montrent pas pro-actifs dans ce domaine.

2.1. La détermination d'un modèle de régulation

À présent nous pouvons classifier trois modèles de régulation du marché des capitaux qui sont appliqués dans le monde. Le premier modèle est celui du Royaume Uni avec

l'Autorité des Services Financiers (*Financial Service Authority-FSA*)³¹⁴. Cette autorité réglemente et contrôle les acteurs du marché financier, et exerce le même rôle de supervision bancaire. Ce type de régulation n'existe pas dans les pays de l'ASEAN. Dans l'ASEAN, il existe différents modèles, par exemple la Malaisie s'inspire du modèle américain avec la Commission des Opérations de Bourse (SEC). Ce modèle permet à la Commission de réguler tous les participants qui exercent des activités de titres (les marchés financiers). Si les banques commerciales veulent faire des transactions sur les titres, elles doivent demander une licence d'opération sur titres à la Commission. La Thaïlande a mis en place un système de banque universelle comme en Allemagne. Les banques commerciales qui détiennent une licence bancaire peuvent effectuer des activités de titres sans demander une autre licence à la Commission. La banque centrale thaïlandaise supervise ces activités de titres séparément de la Commission. La Commission régularise et contrôle seulement les institutions non-bancaires. Le Japon a créé une Autorité des services financiers en l'an 2000 après la crise financière de 1997. Cette Autorité est composée du département de supervision bancaire de la Banque du Japon, de la Commission des opérations de bourse et du département de supervision des compagnies d'assurance (Annexe-tableau 4).

Le projet de loi du Cambodge s'est inspiré du modèle malaisien, qui donne à la Commission le droit de réguler et de contrôler tous les participants aux marchés de capitaux. Mais la loi de la banque centrale cambodgienne promulguée en 1996 a spécifié que les banques commerciales suivent le modèle de banque universelle, c'est-à-dire qu'elles peuvent exercer des activités de titres sans agrément de licences de la Commission. Ce problème doit être discuté entre le Ministère de l'économie et des finances et la Banque nationale du Cambodge, pour éviter la duplication des tâches. Le Schéma 2 résume le modèle de réglementation du Cambodge dans le projet de loi actuel.

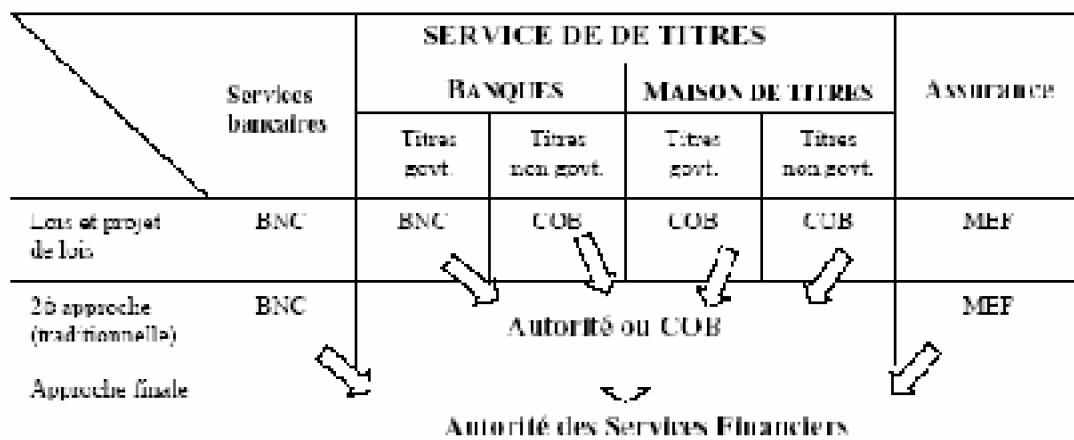


Schéma 2. Le modèle de réglementation des marchés financiers au Cambodge

Source : l'auteur et l'institut de Nomura.

Le Schéma 2 indique que dans la première phase, nous prendrons le modèle bancaire universel (comme la Thaïlande), en partageant le pouvoir de contrôle des

³¹⁴ Le rapport d'étude de l'Institut de recherche de NOMURA, Japon, 2005.

activités de titres entre la Banque nationale du Cambodge pour les banques et le Ministère de l'économie et des finances pour les institutions non-bancaires. Et ensuite nous mettrons en place une Autorité des services financiers comme dans le cas du Japon, ce qui sera plus simple et plus centralisé pour les opérations financières des acteurs du marché financier.

2.2. Le développement des obligations d'état

Dans l'objectif de restaurer la confiance dans le système financier, il est nécessaire de promouvoir des instruments financiers qui sont plus sûrs que les dépôts bancaires pour les épargnants, comme les obligations de l'État ou les bons du Trésor. En outre, le système bancaire cambodgien étant largement dollarisé, il est important d'émettre les obligations de l'État en dollars et/ou en riels, pour éviter le risque de change ou les autres coûts que peuvent subir les investisseurs en obligations. La situation actuelle du Cambodge est qu'il peut émettre des obligations avec leurs coupons, ce qui est plus facile à comprendre pour les investisseurs cambodgiens, avec le certificat matérialisé qui est visible et plus sûr. Ces obligations, qui doivent être transférables sans notification de l'émetteur, doivent être encouragés par le biais d'une certaine exonération de taxes sur une période raisonnable.

2.3. Le développement des obligations privées

Après une bonne période de lancement des obligations d'Etat, nous pouvons essayer d'émettre des obligations des grandes entreprises privées ou des entreprises mixtes, et des entreprises publiques comme Electricité du Cambodge, le port autonome de Sihanoukville et les autres sociétés concessionnaires, comme l'aéroport international de Phnom Penh, et de Siem Reap...

Un problème concernant l'émission des obligations d'Etat est la capacité de remboursement, parce que le budget du gouvernement actuel est lourdement financé par les aides publiques au développement (*ODA-Official Development Assistance-FMI*, Banque mondiale, Banque Asiatique de Développement) et les dons des pays amis du Cambodge. Or, les obligations des grandes entreprises privées ou des grandes sociétés concessionnaires sont à présent plus acceptables pour les investisseurs par rapport à celle de l'Etat, car les entreprises offrent des obligations avec une capacité de remboursement beaucoup plus sûre.

Par exemple fin 2005 en Malaisie, deux des grands émetteurs d'obligations étaient les entreprises publiques Cagamas et Petronas. Les volumes des obligations émises par les deux ont dépassé le volume des obligations émises par le gouvernement malaisien (Figure 18).

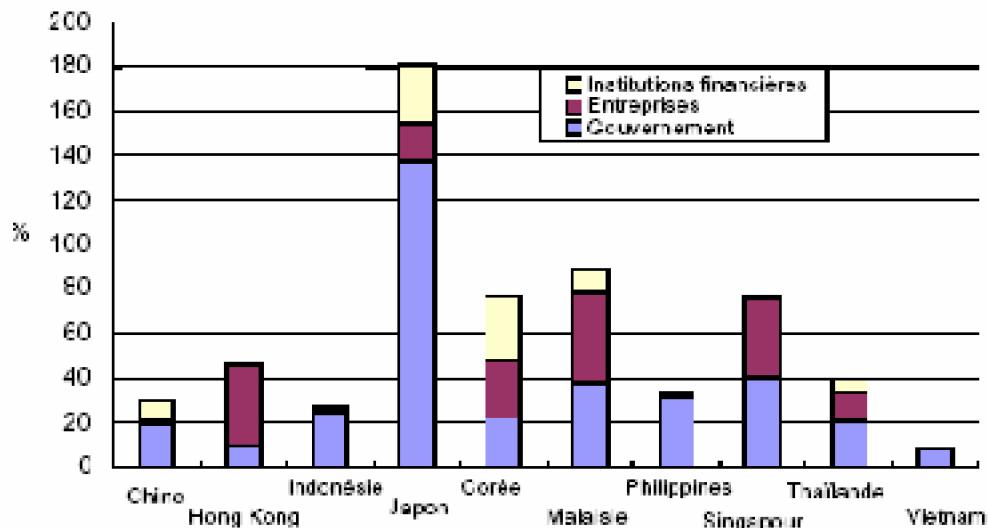


Figure 18. Le volume des émissions d'obligations en % du PIB

Source : Asian Bonds Online (ADB), 2005³¹⁵.

La Figure 18 montre qu'en Indonésie, aux Philippines, en Chine, au Japon et Singapour, la part des obligations d'état domine sur le marché obligataire. Par contre, en Malaisie et à Hong Kong, ce sont les obligations privées qui sont dominantes sur le marché obligataire. Au Vietnam et en Indonésie le marché obligataire vient de se développer, et il est donc constitué majoritairement d'obligations d'état.

2.4. Le développement des investisseurs institutionnels

Les investisseurs institutionnels sont les principaux investisseurs sur les marchés de capitaux, en particulier sur le marché obligataire. Donc, le développement des investisseurs institutionnels est important pour l'expansion de la taille du marché. Actuellement, la plupart des institutions financières sont des banques commerciales, des compagnies d'assurance, et un fonds de pension pour les fonctionnaires. Pour les banques, leurs passifs sont les dépôts à court terme, et elles ne répondent pas au besoin des obligations émises pour des périodes longues, qui entraînerait des risques de transformation. Dans les pays plus développés ou les principaux pays de l'ASEAN, les assurances-vie et les sécurités sociales sont les principaux investisseurs institutionnels qui investissent dans les obligations de longue durée. Le public (investisseurs particuliers) détient juste une petite partie du volume du marché obligataire. Ces deux types d'institutions n'existent pas encore au Cambodge. Le fonds de pension des fonctionnaires n'a pas accumulé de capitaux, qui proviennent du budget de l'Etat. Il n'existe pas de fonds de pension privé national et les grandes entreprises privées ou les entreprises étrangères ont leurs propres fonds de pension.

À présent, avec l'assistance technique du Japon, le ministère de l'économie et des finances est en train de développer les réglementations pour les assurances-vie et les

³¹⁵ Asian Bond Website: <http://www.asianbondonline.com>

fonds de pension privés.

2.5. Le développement des services de titres

Les services de titres sont importants pour rendre le marché obligataire plus liquide et plus dynamique, et aussi pour accélérer son développement. Il est donc nécessaire, pour développer le marché obligataire, de favoriser l'activité des intermédiaires financiers qui offrent les services de titres.

Dans la première étape du marché obligataire cambodgien, les banques et leurs filiales seront les participants potentiels, de même que les investisseurs, les émetteurs et les intermédiaires, comme on a pu l'observer dans les principaux pays de l'ASEAN (Malaisie, Thaïlande, Indonésie). La loi bancaire permet aux banques de pratiquer les services de banque universelle (aussi les services de titres), mais cela n'a pas été bien précisé dans le projet de loi sur l'émission et la négociation des titres. Cela doit être éclairci entre la banque nationale du Cambodge et le Ministère de l'économie et des finances avant le lancement d'un tel marché financier.

Les banques peuvent offrir des services financiers (les services de titres) en utilisant leurs réseaux pour contacter les clients (c'est la base de clients). Dans la pratique, le gouvernement peut permettre aux banques de vendre les obligations d'Etat aux investisseurs publics à travers leurs réseaux ou leurs agences. Donc les banques peuvent gagner des revenus en offrant des services de titres, ce qui peut éviter de faire des investissements pour créer de nouveaux réseaux de services de titres, puisqu'ils existent déjà dans le système bancaire actuel.

§3. Le projet de création d'un marché boursier

Le rôle du marché boursier est traditionnellement de participer à l'ajustement entre l'épargne et l'investissement en favorisant la collecte et la mobilisation des ressources locales ou étrangères. Les entreprises résidentes qui investissent émettent des titres négociables qui sont souscrits ou achetés sur le marché par les épargnants. Le Cambodge souffre d'un grave déficit d'épargne depuis une dizaine d'année (Figure 19).

Le Cambodge doit promouvoir l'épargne intérieure et recourir aussi à l'épargne extérieure, s'il veut couvrir les investissements nécessaires à une croissance de la production d'environ de 6 à 7% par an pour les années avenir. Mais il est vrai également que l'épargne potentielle du pays est aujourd'hui largement détournée vers l'extérieur par la dollarisation de l'économie et par la pratique du système bancaire, dont les ressources collectées sur place sont indirectement mises pour la plupart à la disposition des économies étrangères par la banque centrale, à travers l'achat de bons du Trésor américains. Dans ces conditions, des précautions doivent être prises pour éviter que la création d'un marché financier ne vienne encore aggraver cette fuite de l'épargne intérieure.

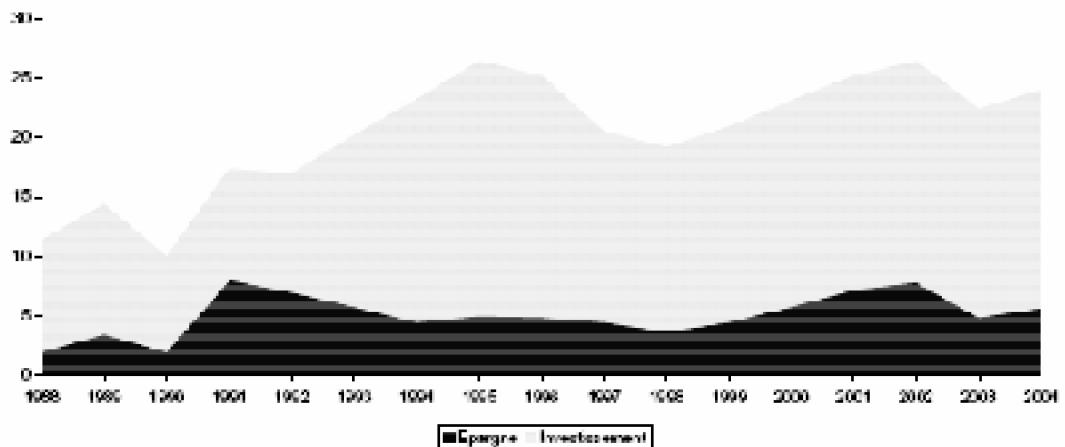


Figure 19. L'épargne et l'investissement, en % du PIB

Source : Cambodian Investment Board (CIB) et la banque nationale du Cambodge.

Une bourse des valeurs devrait permettre au Cambodge d'aboutir à une autre étape de son développement économique ; elle va encourager l'épargne, promouvoir les investissements, aider à la privatisation des entreprises d'Etat et à la dé-dollarisation de l'économie du Cambodge. Le projet de loi sur la bourse des valeurs est discuté au sein de la Présidence du conseil des ministres avant d'être soumis pour adoption à l'Assemblée nationale. Le programme de développement du secteur financier 2001-2010 a prévu la création d'une bourse en 2007/2008. Ce marché sera bénéfique s'il réussit à garder dans le circuit économique du Cambodge les millions de dollars de toutes provenances.

3.1. La situation actuelle et quelques problèmes à considérer

Selon une estimation du conseil de développement du Cambodge (CDC), en 2003-2004 le besoin en capitaux pour financer les investissements était de 17,5% du PIB, alors que l'épargne intérieure du pays n'était que de 4,9% du PIB³¹⁶. Ce déficit d'épargne (12,6% du PIB soit 400 millions de dollars environ) est chaque année couvert par l'épargne extérieure (transferts – emprunts – dons – recours aux investisseurs étrangers). L'épargne disponible intérieure existe bien, mais elle est en grande partie dollarisée, ce qui signifie qu'elle se déplace vers le financement des investissements à l'étranger. L'un des objectifs intermédiaires de la politique économique est donc d'élargir le recours à l'épargne intérieure, grâce, notamment, à la création d'un marché boursier (créer des instruments financiers sûrs pour les investisseurs tant intérieurs et extérieurs).

Dans un premier temps (marché primaire), l'Etat lui-même ou les entreprises locales qui sont à la recherche de capitaux pour financer leurs investissements locaux lancent, avec l'aide de leurs banques et des professionnels du marché, un appel public à l'épargne (locale ou étrangère) sous forme d'emprunts à moyen ou long terme ou d'augmentation de capital. À cet effet, l'Etat et les entreprises qui investissent émettent des titres négociables qui sont : soit des obligations (titres de créance – obligations du Trésor, les

³¹⁶ Le rapport de CDC pour la réunion du Groupe consultatif (CG), 2005.

porteurs étant les prêteurs), soit des actions (titres de propriété = parts du capital, les porteurs étant des propriétaires).

Les banques prennent « ferme » ces émissions de titres d'emprunts ou préparent les introductions en Bourse des titres représentant la formation ou l'augmentation du capital. Les titres souscrits « ferme » par les banques sont ensuite replacés, soit directement auprès de leurs clients, soit sur le marché financier (la bourse = marché secondaire). Le marché secondaire permet essentiellement aux épargnants qui ont initialement souscrit ou acheté des titres de retrouver leurs liquidités en vendant leurs titres à de nouveaux épargnants.

Ce sont les apporteurs de capitaux (ou leurs intermédiaires) qui commandent le jeu du marché en prenant un risque. En contrepartie, ils exigent plusieurs choses : la sécurité (c'est-à-dire la solvabilité des opérateurs qui font appel à leur épargne) ; le rendement (c'est-à-dire un taux d'intérêt pour les obligations ou un dividende pour les actions) ; la possibilité, en cas de besoin, de retrouver leurs capitaux en vendant, à tout instant, leurs titres sur le marché secondaire ; et la transparence et la fiabilité du mécanisme de marché : c'est-à-dire, en particulier, la mise en place d'un système de « règlement – livraison » : les offres et les demandes doivent être clairement confrontées (cotation) ; le vendeur doit être réglé ; l'acheteur doit pouvoir, simultanément, prendre livraison des titres.

Un marché boursier peut fonctionner avec deux autorités : L'autorité technique (le marché boursier) est chargée de veiller à la régularité, à la bonne fin et à la transparence des opérations et des négociations sur le marché. L'autorité morale, la Commission des opérations de bourse (SEC – COB) est chargée de veiller à la protection de l'épargne tant au moment des émissions (appel public à l'épargne) que pendant la durée de vie des titres (abus des majoritaires – OPA sauvages etc.)³¹⁷. Il faut distinguer entre les autorités techniques et les autorités morales. Les autorités techniques délivrent les agréments, réglementent, surveillent, et sanctionnent les institutions, alors que les autorités morales veillent à la protection de l'épargne et sanctionnent. Les autorités morales sont amenées à donner un visa d'autorisation pour toutes les opérations qui pourraient mettre en cause l'épargne du public : l'émission de titres destinés au public, les opérations spéciales sur le marché (OPA – OPV), la gestion de portefeuilles, et la création de fonds d'investissements.

En plus le projet de loi du Cambodge précise que le marché boursier (avec un conseil d'administration) est géré par le secteur privé avec l'agrément de la Commission. Et la Commission est gérée par le secteur public, et agrée les licences aux opérateurs du marché. La Commission se compose de membres représentant le gouvernement et les professionnels du secteur privé. Le ministre de l'économie et des finances en est le président. Mais dans certains pays, la Commission peut être gérée par des professionnels du secteur privé.

L'article 7 de la loi de 1996 sur la Banque nationale du Cambodge³¹⁸ a autorisé les

³¹⁷ Le projet de loi actuel sur la bourse des valeurs du Cambodge.

³¹⁸ La loi sur l'organisation et le fonctionnement de la banque nationale du Cambodge, article 7, 1996.

banques de pratiquer des opérations sur titres, directement ou par leurs filiales. Selon les pratiques internationales, la répartition des compétences entre la BNC et la Commission devrait être logiquement la suivante :

- Agrément des banques et des sociétés financières, filiales ou non des banques locales ; dans la mesure où la Banque centrale a pour fonctions, entre autres, de veiller à la qualité de la structure financière de chaque banque (protection de l'épargne), elle sera logiquement amenée, pour faire une évaluation complète, à consolider les situations des banques et de leurs filiales. Elle sera donc amenée à vérifier la qualité de la constitution et de l'activité des sociétés financières, filiales des banques. Avant de donner son agrément aux sociétés financières, la BNC pourrait être tenue de solliciter l'avis de la « *Securities Commission* ».
- Réglementation – surveillance – sanction de l'activité technique des sociétés financières. Il en va de même pour le pouvoir réglementaire et le pouvoir de sanction concernant l'activité technique des sociétés financières, les décisions de la BNC pourraient être soumises pour avis à la « *Securities Commission* ».

Le gouvernement cambodgien, en particulier le ministère de l'économie et des finances, pousse le processus de la création d'un marché boursier, en demandant aux experts internationaux de faire des études sur les réglementations existantes et de faire une étude sur la faisabilité de la création d'un marché boursier au Cambodge. C'est le point suivant que nous présentons.

3.2. L'étude de faisabilité de la création d'un marché boursier

Au début 2005, les experts australiens en coopération avec les fonctionnaires chargés de ce projet du ministère de l'économie et des finances ont fait une étude sur la faisabilité de la création d'un marché boursier au Cambodge dans l'avenir proche. Dans le cas du Cambodge, la création d'un marché boursier contribue à l'autre alternative de financement, la source de création de la richesse ; et « *A change agent that could drive financial reforms including providing company governance and tax collection* »³¹⁹. La création d'un marché boursier peut affecter le secteur bancaire en réduisant les taux d'intérêt qui sont actuellement trop élevés (11 % à 18% par an)³²⁰. L'étude est basée sur 4 acteurs importants du marché boursier : les émetteurs (*Issuers*) qui représentent l'offre du marché boursier ; les investisseurs ; les intermédiaires financiers et enfin, les infrastructures financières (4 ☐ s: *Issuers, Investors, Intermediairies, Infrastructures*).

3.2.1. Les émetteurs

L'objectif de cette étude du côté émetteur est de permettre d'évaluer le nombre d'entreprises publiques et privées qui ont la capacité d'émettre des titres sur le marché

³¹⁹ « Un changement de comportements des agents économiques qui peuvent conduire à la réforme financière y compris le renforcement de la gouvernance d'entreprise et la collecte des taxes ».

³²⁰ Le rapport de l'étude de faisabilité de création un marché boursier au Cambodge, par Dominic Mobb, ABV, Australie, 2005.

boursier dès sa création en 2008. Les entreprises au Cambodge se classent en trois catégories : des entreprises privées détenues par les Cambodgiens, des entreprises de *joint ventures* avec des étrangers ou encore des entreprises 100% étrangères. La création d'un marché boursier permettra aux étrangers de vendre une partie de leur capital au public pour réduire le risque. L'étude a montré que de nombreuses entreprises s'intéressent à la création d'un marché boursier pour financer les investissements, et quelques institutions financières ont déjà fermement affirmé qu'elles cherchaient à être cotées sur le marché boursier cambodgien s'il existait. Dans cette étude il n'y a pas de réponse de la part des entreprises publiques, ce qui est jusqu'ici normal, puisque leurs dirigeants sont des fonctionnaires qui ne peuvent pas prendre de décision sans un aval du gouvernement. Mais celui-ci a annoncé très clairement son intention de privatiser certaines entreprises publiques à travers le marché boursier quand il sera ouvert.

Cette étude montre aussi que le nombre d'entreprises qui s'intéressent à une introduction sur le marché boursier cambodgien est assez limité ; et le secteur privé a annoncé qu'il n'a pas encore une confiance totale dans ce projet de création d'un marché boursier car à présent les lois fondamentales n'existent pas qui favoriseraient la gouvernance d'entreprise.

Nous pouvons conclure qu'il existe certaines entreprises privées et publiques à même d'être des émetteurs sur le marché boursier du Cambodge. Il n'est pas absolument nécessaire d'avoir beaucoup d'entreprises cotées en bourse pour démarrer le marché, le plus important est de commencer avec quelques bonnes entreprises pour donner confiance au public (Dominic Mobb, 2005)³²¹.

3.2.2. Les investisseurs

D'un autre côté, l'étude cherche à savoir s'il existe suffisamment d'investisseurs pour créer un marché boursier. Les investisseurs comprennent le grand public et les investisseurs institutionnels (compagnies d'assurance, fonds de pension, banques et autres). Principalement, les investisseurs institutionnels ont besoin d'investir leurs fonds en instruments financiers liquides à moyen et à long terme. Or, au Cambodge il n'existe encore aucunes compagnies d'assurance vie, il n'y a que trois compagnies d'assurance générale et une compagnie de réassurance.

Les trois compagnies d'assurances qui exercent leurs activités économiques au Cambodge s'intéressent à l'investissement sur le marché boursier. Mais elles ont besoin de la flexibilité du ministère de l'économie et des finances pour alléger le ratio de fonds de garantie, parce que ces fonds sont trop élevés par rapport à la taille du marché actuel. C'est pour cette raison que le ministère de l'économie et des finances a envisagé de fixer un ratio des activités économiques plus flexible. Le ministère a aussi reconnu plusieurs faiblesses existant dans la loi de l'assurance.

En outre, les fonds de pension privés n'existent pas officiellement, mais certaines ONG et entreprises étrangères ont créé leurs propres fonds pour leurs employées. La banque nationale du Cambodge aussi a un fonds de pension. Le Tableau 14 synthétise

³²¹ op. cit., p. 31.

les ressources potentielles en investissement sur le marché boursier cambodgien.

Source	Montant en dollars
IFC-Fond d'investissement	2.000.000
Public cambodgien	2.000.000
Banques commerciales	2.000.000
Compagnies d'assurance	1.700.000
Fonds de pension	2.340.000
Total	10.040.000

Tableau 14. Les ressources disponibles pour investir sur le marché boursier

Source : Dominic Mobb, 2005.

Selon l'estimation, le montant total disponible en 2005 est d'environ 10.040.000 de dollars. Ce montant peut être sous-estimé. Le montant de 10 millions de dollars n'est pas considérable dans le cadre d'un marché boursier, mais ce montant disponible est suffisant pour démarrer un marché boursier au Cambodge en tenant compte de la taille du marché et du nombre d'entreprises initialement cotées (Dominic Mobb, 2005)³²². Il faut que les premières entreprises en bourse soient cotées avec un cours approprié.

3.2.3. Les intermédiaires financiers

L'objectif est de vérifier s'il existe les intermédiaires financiers pour offrir les services boursiers, les services d'intermédiation, le courtage, et le rôle de *market-making*. Un marché boursier fonctionne bien s'il existe les bons intermédiaires avec les bons services financiers, qui facilitent les achats et les ventes des titres, rendant ainsi le marché plus liquide. Le résultat de l'étude montre qu'il existe environ 7 banques commerciales ayant exprimé leur intérêt pour participer comme *brokers* ou conseillers financiers. Donc, le côté intermédiaire ne pose pas de problèmes. À présent, il existe certaines banques offrant des services de titres à des clients locaux informellement, qui deviendront les intermédiaires sur le marché boursier cambodgien.

3.2.4. Les infrastructures financières

L'étude sur les infrastructures financières cherche à déterminer si les normes comptables, les audits et les autres réglementations sont bien mises en place par les entreprises. La mise en place des normes comptables et d'audit permet aux investisseurs de connaître précisément la situation réelle de l'entreprise ; elle permet aussi aux entreprises elles-mêmes de renforcer leur bonne gouvernance.

Il existe déjà des entreprises qui offrent des services d'audit et de comptabilité, et aussi des entreprises proposant des services financiers de bourse à des sociétés

³²² op. cit., p. 37.

étrangères qui sont cotées sur les marchés boursiers de la région. Mais si le marché boursier cambodgien est lancé il est absolument nécessaire de former les personnels spécialisés en comptabilité, audit, et finance.

En l'état actuel, le Cambodge présente une carence en lois qui devraient soutenir le bon fonctionnement d'un marché boursier, comme la loi sur les faillites, la loi sur la sécurité de transactions, et autres lois sur les titres et transactions de titres. En plus, l'application des lois existantes est encore insuffisante. En général, le cadre légal sur le système comptable et audit existe, mais la qualité de la mise en place n'est pas encore satisfaisante, et il faudra prévoir un peu de temps (2 ans à 3 ans) pour la renforcer.

En conclusion, la création d'un marché boursier au Cambodge est faisable techniquement, mais le manque de volonté politique du gouvernement retarde le processus de création, d'autant plus que les ministères concernés ne se montrent pas très coopératifs pour ce projet. Il est important que les hommes politiques comprennent la nécessité et l'intérêt général d'un marché boursier au Cambodge.

Conclusion section 4

Le programme de développement du secteur financier du Cambodge est très ambitieux, mais son application laisse à désirer. Il est clair que de nombreux problèmes structurels restent insolubles, et en particulier la coopération entre les ministères concernés. Comme dans le cas du développement d'un marché obligataire ou de la création d'un marché boursier, l'étude montre que si techniquement et financièrement tout est prêt, le lancement d'un marché boursier n'est toujours pas possible !!. À vrai dire, ce projet de loi sur la bourse de valeurs est né en 1995, mais il reste encore à l'état de projet en 2006.

Un autre problème concret est le coût et l'archaïsme de l'administration au Cambodge, qui est illustré par la mise en place des nouvelles lois. Si le gouvernement vote une loi, il est difficile de l'appliquer car si les autres ministères ne veulent pas que cette loi soit adoptée (pouvoirs ou intérêts) ils la rejettent.

Dans le cas actuel du Cambodge, la pression de la communauté internationale sur l'adoption des lois est vraiment nécessaire, même pour les lois moins sensibles comme la loi sur les entreprises commerciales, celle sur les instruments financiers négociables et le système de paiement etc.

Pour que le programme de développement du secteur financier soit mis en place, il est essentiel de recevoir un signe fort du Premier ministre (le plus puissant du Cambodge) qui exprimera ensuite une volonté politique forte pour tous les ministères. Sinon d'ici la fin 2010 et l'échéance du programme, rien ne se réalisera, en particulier le projet de création d'un marché boursier et d'autres marchés de capitaux.

Conclusion Chapitre 2

La réforme du système économique et financier du Cambodge résulte de l'augmentation

de la production nationale et de la croissance économique durant cette période de réforme. Cela explique la bonne mise en place des politiques de réforme économique vers l'économie de marché avec la participation active du secteur privé. La réforme a fortement touché le secteur public, en améliorant l'efficacité des services publics, en réduisant les dépenses militaires et les dépenses inutiles au profit des secteurs économiques et sociaux prioritaires. L'Etat a de moins en moins le rôle de producteur et laisse la place au secteur privé. Les entreprises publiques mal gérées et non-rentables seront privatisées. Pour les bonnes entreprises, l'Etat leur donne une autonomie financière et technique comme dans les entreprises privées, et se contente de jouer le rôle de régulateur.

Le système financier cambodgien a aussi été réformé juste après la réforme économique, en passant d'un système mono-bancaire à un système à deux niveaux. Mais à l'heure actuelle, la banque centrale ne joue pas encore vraiment son rôle comme dans les autres pays en développement, parce que la conduite de la politique monétaire et de la politique de change n'a quasiment pas de sens du fait de la forte dollarisation.

La dollarisation est aussi un des principaux obstacles au développement du secteur financier du Cambodge. Elle signifie aussi la perte de revenus pour l'Etat. Les mesures de dédollarisation devront être reconsidérées au moment où existera la stabilité politique et économique. Du côté des crédits bancaires, il manque des lois garantissant les opérations bancaires, comme les normes comptables, l'audit, la loi sur la sécurité des transactions, la loi de crédit-bail, la loi sur les gages etc. Les crédits bancaires sont basés principalement sur les hypothèques immobilières (les terrains ou maisons), ce qui restreint l'accès des PME au crédit bancaire. Ces problèmes se posent aussi dans la micro-finance.

Le gouvernement cambodgien, et en particulier le ministère de l'économie et des finances, et la banque nationale du Cambodge doivent mettre en place une politique qui favorise également le développement de la micro-finance en encourageant la participation des banques commerciales. À présent, il y a une surliquidité du système bancaire, en particulier en riels, alors que le système de micro-finance est en situation de manque de liquidité. Il est donc important d'encourager la participation directe ou indirecte des banques commerciales dans le système de micro-finance, d'autant plus qu'environ de 85% de la population se trouve dans les zones rurales.

Par ailleurs, nous espérons que le Comité de crédit pour le développement rural (CCDR), qui auparavant ne fonctionnait quasiment pas, favorisera, grâce à sa nouvelle composition, la mise en œuvre concrète de politiques et de stratégiques de développement rural au profit des petites et très petites entreprises. Et le Bureau de financement des PME et de la micro-finance du ministère de l'économie et des finances, qui jouera un rôle de support technique au CCDR, devra être doté de fonctionnaires compétents.

Au total le système financier cambodgien a réussi sa transition et sa réforme vers un système bancaire à deux niveaux en se fondant sur les mécanismes de marché. Cette réforme permet de participer au développement du secteur privé bancaire et du secteur des entreprises, et au financement de l'économie cambodgienne. Mais le financement bancaire est trop cher au Cambodge (de 12% à 20% par an), ce qui est coûteux pour les

entreprises et empêche ce secteur de se développer. Les projets de développement de sources alternatives de financement sont donc nécessaires pour l'économie du Cambodge, comme le projet de développement d'un marché obligataire et de création d'un marché boursier.

Les financements par les marchés permettent aux entreprises de diversifier leurs sources de financement et les risques bancaires. Les marchés financiers ou les banques offrent des services financiers à l'économie, mais le seul objectif important est le financement des investissements. Donc, si le coût excessif de l'argent rend les projets plus risqués et moins rentables, cela peut avoir des impacts sur la croissance économique du pays. Il est donc important pour le gouvernement cambodgien de développer aussi vite que possible les marchés financiers, car les autres composants sont déjà là, à l'exception de l'adoption des deux lois (sur les titres d'état et sur les titres privés). Dans le chapitre 3, nous analyserons les relations entre le développement du secteur financier et la croissance économique. Comme nous avons montré que la finance joue un rôle clé pour réaliser un projet d'investissement, nous examinerons la corrélation entre la finance et la croissance dans le cas général, le cas des principaux pays de l'ASEAN, et le cas du Cambodge.

Chapitre 3. Développement financier et croissance économique

Introduction

Dans les deux chapitres précédents, nous avons vu les caractéristiques des systèmes financiers des 10 pays de l'ASEAN, le développement des secteurs bancaires, des marchés de capitaux, et les réformes des systèmes financiers des pays gravement touchés par la crise asiatique en 1997. Nous avons vu aussi les obstacles au développement des secteurs bancaires et des marchés de capitaux de ces pays, et aussi le programme de développement financier du Cambodge.

Dans ce chapitre 3, nous analysons la relation entre le développement financier et la croissance économique : c'est l'objectif de cette thèse. Dans les analyses néoclassiques, le secteur financier n'a aucune influence sur le secteur des entreprises, c'est-à-dire qu'il joue un rôle secondaire. Selon ces analyses, c'est le secteur des entreprises qui guide le secteur financier, le secteur financier répond juste aux besoins du secteur des entreprises.

Dans les années 1980, les modèles de croissance endogène ont incorporé les facteurs de croissance économique (les progrès techniques) en illustrant que la

croissance économique (les facteurs de croissance) est endogène. En plus, les modèles de croissance endogène montrent que le secteur financier joue un rôle déterminant pour le progrès technique en introduisant les services financiers offerts par le secteur financier, lesquels facilitent les investissements des entreprises, en particulier les investissements en Recherche et Développement (R&D).

Avec le soutien des modèles de croissance endogène, il existe plusieurs études sur la corrélation entre le développement financier et la croissance économique, qui utilisent différentes méthodes d'estimation ou de régression. Mais subsistent les problèmes des indicateurs financiers dans les régressions : est-ce que ces indicateurs sont fiables et reflètent-ils la situation réelle des pays?

Dans la section 1 nous présentons les différents indicateurs de développement financier, et la corrélation entre développement financier et croissance économique dans le cas général. Ces indicateurs ne peuvent pas se calculer pour tous les pays, certains indicateurs n'existant pas pour les pays moins avancés, mais nous pouvons utiliser un autre indicateur traditionnel, le degré de monétisation, que nous aborderons dans le cas des principaux pays de l'ASEAN et du Cambodge. Dans la section 2, nous présentons le rôle du cadre juridique et réglementaire et le développement financier. Car les pays en développement ont toujours des problèmes d'application des lois et cela a des impacts sur le développement financier. Dans la section 3, nous analysons des cas empiriques de relation entre le développement financier et la croissance pour les principaux pays de l'ASEAN, nous examinons les indicateurs financiers traditionnels et les indicateurs de nouvelle génération, et aussi le rôle du cadre juridique et réglementaire. Et enfin, nous abordons dans la section 4 le cas du Cambodge pour identifier la corrélation entre le développement financier et la croissance économique.

SECTION 1. La banque, le marché boursier, et la croissance économique : le cas général

Après les modèles de croissance endogène, plusieurs études ont essayé de trouver la corrélation entre le développement financier et la croissance économique. Pour estimer la corrélation entre le secteur financier et la croissance, il existe plusieurs méthodes d'estimation entre les indicateurs du développement financier (la banque et le marché boursier) et les indicateurs de croissance économique.

Le marché boursier et la banque offrent ensemble les différents services financiers à l'économie, mais les services financiers de ces deux secteurs contribuent à la croissance économique. Il existe plusieurs indicateurs de développement financier et indicateurs de croissance qui sont utilisés pour vérifier la corrélation entre la finance et croissance. Mais plusieurs régressions sont aussi utilisées pour confirmer cette corrélation.

Dans cette section, nous nous intéressons à l'étude des corrélations entre les indicateurs traditionnels de la masse monétaire et les indicateurs du développement financier (les indicateurs bancaires : DEPTH, BANK, PRIVATE, et PRIVY et les

indicateurs boursiers : le ratio du volume d'échanges et le ratio de la valeur échangée) avec les trois indicateurs de croissance (croissance du PIB réel par habitant, croissance du capital social réel par habitant, et croissance de la productivité) développé par Ross Levine (1997)³²³. Nous qualifions les indicateurs financiers développés par Ross Levine d'indicateurs de nouvelle génération, ceci comparativement à l'indicateur traditionnel de Goldsmith (1969)³²⁴. Nous verrons aussi les différents modèles de régression qui ont été mis en application pour vérifier la corrélation positive entre ces indicateurs financiers et la croissance.

§1. Les degrés du développement financier

Dans ce paragraphe, nous étudions les indicateurs du développement financiers dits traditionnels de R.W. Goldsmith, et les nouveaux indicateurs du développement financier dit de la nouvelle génération.

1.1. Les indicateurs du développement financier traditionnels

C'est R. Goldsmith³²⁵ qui a été le précurseur dans l'étude de la relation complexe entre la finance et le processus de développement économique. Il a analysé l'évolution des structures financières de 35 économies (principalement industrialisées) sur une longue période de 1861 à 1963. Il a établi un « taux d'interrelations financières » (*Financial Interrelations Ratio, FIR*) donnant le rapport entre le total des actifs financiers et le capital réel, où il utilise la valeur des actifs des intermédiaires financiers divisée par le PNB pour évaluer le développement financier, en supposant que la taille du système financier est positivement corrélée à la prestation et à la qualité des services financiers.

R. Goldsmith observe qu'il existe pour les pays à systèmes économiques comparables, une relation entre le FIR et le niveau de développement économique. Le FIR s'accroît très rapidement durant la première phase de développement pour plafonner ensuite.

Une seconde conclusion mise en évidence par les recherches de R. Goldsmith est l'accroissement continu (durant le processus de développement) de la part de la finance indirecte dans le total des actifs financiers. Dans un premier stade, le secteur financier est dominé par les institutions monétaires : le rapport entre monnaie fiduciaire et richesse nationale s'accroît régulièrement pour plafonner ensuite. La monnaie scripturale suit la même tendance, bien qu'avec un décalage d'une ou plusieurs générations. Dans un second stade, l'importance relative des banques ne cesse de décroître. Elles se heurtent à la concurrence d'institutions financières de type nouveau : banques d'épargne, sociétés immobilières, compagnies d'assurances, caisses de pensions privées ou publiques,

³²³ Levine Ross (1997) « Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda », *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, N.^o 2, Jun.

³²⁴ Goldsmith, Raymond W. (1969), *Financial Structure and Development*, Ed. : Yale U. Press New Haven, CT.

³²⁵ op. cit..

sociétés d'investissement. Beaucoup de pays en développement en sont aujourd'hui au premier stade, dominé par le rôle des banques.

L'indicateur de développement financier FIR utilisé par R. Goldsmith ne peut cependant pas être calculé pour tous les pays, en raison de l'absence pour de nombreux pays en développement de statistiques financières complètes et plus encore de mesure du capital réel. D'autre part, le FIR se présente comme un indicateur assez peu sensible car il ne peut donner aucun renseignement sur les flux qu'il comptabilise (dettes ou créances).

En revanche, pour beaucoup de pays, il est possible de calculer le rapport des actifs financiers indirects (émis par les intermédiaires financiers) au PIB en distinguant : la monnaie fiduciaire, l'agrégat M1 qui correspond à la somme de la monnaie fiduciaire et des dépôts à vue, et l'agrégat M2 qui comprend, en plus du M1, les types de placement (les instruments financiers liquides, dépôts à terme) des banques commerciales. Ces trois ratios sont ensuite reliés au niveau du produit par tête des différents pays dans le cadre d'une comparaison internationale.

Une étude de la Banque mondiale (1998)³²⁶ dans son « Rapport sur le développement dans le monde » permet d'établir la relation entre le développement financier et le niveau de développement économique dans 117 pays du monde en 1985. Cette étude montre que l'« approfondissement financier » qui s'opère avec la croissance du produit par tête concerne surtout la quasi-liquidité (M2-M1). Le ratio M1/PIB augmente surtout au début du développement, tandis que celui de la monnaie fiduciaire diminue au dernier stade.

Il est alors possible de s'interroger sur le sens de la causalité entre développement financier et développement économique. La relation est certainement réciproque. La croissance du produit par tête entraîne une augmentation du taux d'épargne qui implique celle du taux d'émission des actifs financiers. En sens inverse, comme le montre déjà R. Goldsmith, plusieurs instruments théoriques permettent de montrer que la disponibilité accrue de ressources financières et la diversification des actifs financiers sont en elles-mêmes un facteur de la croissance économique.

W. Jung (1986)³²⁷ montre que c'est le développement du système financier qui influence la croissance économique dans les premières étapes du processus de développement, et que le sens de la causalité s'inverserait par la suite. Levine et Renelt (1992)³²⁸ pensent qu'il existerait une « causalité séquentielle ». La croissance économique rend nécessaire la mise en place d'une structure financière de plus en plus sophistiquée, et dans le même temps, cette dernière permet d'accélérer la croissance du secteur des entreprises. Ainsi, il existerait des effets de seuil (Berthélémy et Varoudakis,

³²⁶ Banque Mondiale (1998) « Rapport sur le développement dans le monde », Washington DC.

³²⁷ Jung, W. (1986) « Financial Development and Economic Growth: International Evidence », *Economic Development and Cultural Change*, 333-346.

³²⁸ Levine, R. and Renelt, D. (1992) « A sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions », *The American Economic Review*, Vol. 82, N° 4, September, pp. 942-963.

1995) ³²⁹ du niveau de revenu par habitant au-dessus duquel la contribution du système financier à la croissance économique commencerait à s'exercer.

1.2. Les indicateurs du développement financier de nouvelle génération

Pour Ross Levine (1997) ³³⁰, les travaux de R. Goldsmith présentent plusieurs faiblesses :

- L'enquête comprend des observations qui se limitent à 35 pays seulement ;
- Les travaux n'étudient pas systématiquement les autres facteurs influençant la croissance économique ;
- L'examen ne porte pas sur la question de savoir si le développement financier est lié à la croissance de la productivité et à l'accumulation du capital ;
- La taille des intermédiaires financiers n'est peut-être pas une mesure précise du fonctionnement du système financier et
- L'association étroite entre la dimension du système financier et la croissance économique n'indique pas le sens de la causalité ³³¹.

Des chercheurs ont entrepris récemment de remédier à ces lacunes. King et Levine (1993a ³³², 1993b ³³³, 1993c ³³⁴) étudient 80 pays sur la période de 1960 à 1989, tenant systématiquement compte d'autres facteurs affectant la croissance à long terme ; ils examinent les canaux de l'accumulation du capital et de la croissance de la productivité, construisent des mesures supplémentaires du degré de développement financier, et cherchent à savoir si celui-ci est un indicateur de la croissance économique à long terme, de l'accumulation du capital et de la croissance de la productivité.

³²⁹ Berthelemy, J-C et Varpudakis, A. (1995) « Clubs de convergence et croissance: le rôle du développement financier et du capital humain », *Revue Economique*, N.^o 2, pp. 217-235.

1.2.1 Les indicateurs du développement bancaire de nouvelle génération
³³⁰ King et Levine (1993b) ³³⁵ utilisent quatre indicateurs pour mesurer le « niveau de développement financier ». Le premier indicateur nommé DEPTH, qui calcule la taille des

³³¹ Goldsmith (1969) a reconnu ces faiblesses : « Toutefois, il n'est pas possible d'établir avec certitude le sens des mécanismes de causalité, c'est-à-dire de décider si les facteurs financiers sont responsables de l'accélération du développement économique ou si le développement financier traduit la croissance économique dont l'origine doit être attribuée à d'autres éléments ».

³³² King, R.G. and Levine, R. (1993a) « Finance and Growth: Schumpeter Might be Right », *the Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, N.^o 3, August, pp. 717-737.

³³³ King, R.G. and Levine, R. (1993b) « Finance, Entrepreneurship, and Growth, Theory and Evidence », *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32, N.^o 3, December.

³³⁴ King, R. G. and Levine, R. (1993c) « Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence », *Journal of Monetary Economics*, Dec..

³³⁵ op. cit..

intermédiaires financiers, est égal aux engagements liquides du secteur financier (monnaie plus dépôts à vue, engagements bancaires rémunérés et intermédiaires financiers non bancaires) divisés par le PIB. Comme disait Keynes³³⁶, les pays les plus riches ont une propension à la consommation plus petite que les pays les plus pauvres. Cela veut dire que les habitants des pays les plus riches ne consomment pas entièrement leur revenu, ils en consomment seulement un quart. La partie restante de leur revenu est transformée en actifs liquides via les intermédiaires financiers officiels, comme l'achat d'actions ou d'obligations...etc. Or, les habitants des pays les plus pauvres consomment presque entièrement leur revenu (ce qui reflète, selon Keynes, une plus grande propension à consommer des pays les plus pauvres). Au total le reste de leur revenu transformé en actifs liquides dans le système bancaire est marginal. Donc on peut dire que, la taille des intermédiaires financiers est fortement liée au PIB par habitant.

Le deuxième indicateur nommé BANK calcule le degré auquel les banques centrales accordent du crédit par rapport aux banques commerciales. Ce deuxième indicateur est le ratio du crédit bancaire, égal au crédit bancaire divisé par la somme du crédit bancaire et des avoirs intérieurs de la banque centrale. Le raisonnement justifiant cet indicateur est que les banques commerciales sont plus susceptibles de remplir les cinq fonctions financières que les banques centrales pour les pays les plus riches que pour les pays les plus pauvres. Donc on peut dire que pour les pays les plus pauvres cet indicateur est plus petit que pour les pays les plus riches. Le Cambodge en est un exemple, pays où la banque centrale a joué deux rôles en même temps, celui de banque centrale et de banque commerciale durant la période de régime planifié. Après la réforme financière dans les années 80, le Cambodge a mis en place le système bancaire à deux niveaux, où la banque centrale joue un rôle marginal dans la fonction de fournisseur de crédit. Cela veut dire que les banques commerciales des pays les plus pauvres ne sont pas suffisamment concentrées et efficaces pour apporter les services financiers à l'économie par rapport aux pays les plus riches.

Les troisième et quatrième indicateurs répondent partiellement aux questions sur l'affectation de crédit. Le troisième indicateur nommé PRIVATE est le ratio de crédit consenti aux entreprises privées divisé par le crédit intérieur total (à l'exception des crédits accordés aux banques)³³⁷. Dans les pays avancés, ce ratio est généralement plus élevé que dans les pays moins avancés. On peut constater que le ratio moyen de crédit intérieur au secteur privé par rapport au PIB était de 109% en 2004 pour les pays de l'Union européenne, alors que le ratio moyen des pays de l'ASEAN n'est que de 41,2%³³⁸. Ce ratio reflète l'efficacité du système bancaire en matière de distribution de crédit.

Le quatrième indicateur nommé PRIVY est le ratio du crédit consenti aux entreprises

³³⁶ Keynes J. M (1971), *Théorie général de l'emploi de l'intérêt et de la monnaie*, trad. fr. Par J. de Largentaye, Paris, Payot.

³³⁷ Les crédits accordés aux banques ou dans le secteur financier lui-même n'ont pas d'effet sur l'économie réelle. Une exception apparaît lorsque la banque peut investir dans le secteur des entreprises. Dans les pays plus avancés, ce type d'investissement croisé n'est pas encouragé, voire même interdit par l'autorité monétaire.

³³⁸ ADB Key Indicators et IMF Statistical Appendix, 3e trimestre, 2005.

privées, divisé par le PIB. La supposition sur laquelle se basent ces deux indicateurs est que les systèmes bancaires qui accordent plus de crédit aux entreprises privées se consacrent davantage à l'étude des entreprises et de la gouvernance d'entreprise, à la prestation de services de gestion du risque, de mobilisation de l'épargne et de facilitation des transactions, que ceux qui se limitent à alimenter en crédit l'Etat ou les entreprises publiques.

Le Tableau 15 « Développement bancaire et PIB réel par habitant », illustre qu'il existe une corrélation positive, statistiquement significative entre le PIB réel par habitant et le degré auquel les prêts sont consentis au secteur privé.

Indicateur	Trois riches	Riche	Pauvre	Les pauvres	Corrélation avec le PIB réel par habitant ¹⁴ en 1995	(p-valeur)
DEPTH : Taille de l'intermédiaire financier	0,67	0,51	0,39	0,26	0,51	(0,001)
RANK : Ratio de crédit bancaire et banque centrale	0,91	0,73	0,57	0,51	0,59	(0,001)
PRIVATE : Ratio de crédit / capital total	0,71	0,55	0,17	0,07	0,51	(0,001)
PRIVY : Ratio de crédit / PIB	0,50	0,31	0,20	0,11	0,20	(0,001)
Observations	29	29	29	29		

Tableau 15. Développement bancaire et PIB réel par habitant

Source : Levine Ross, 1997.

Pour les pays les plus riches, la structure des intermédiaires financiers est plus grande, plus liquide et plus complexe. Quant aux pays les plus pauvres, la taille des intermédiaires financiers est plus petite, c'est-à-dire, le système bancaire est moins développé, moins liquide. Au sens économique, ce système bancaire n'a pas joué son rôle efficacement dans le processus d'allocation des ressources.

Or, le deuxième indicateur a montré aussi que dans les pays les plus riches, les banques commerciales ont joué un rôle très important en matière d'octroi de crédit. Ce n'est pas le cas dans les pays les plus pauvres, où les banques commerciales et la banque centrale accordent environ le même montant de crédit, ce qui reflète que les banques centrales des pays pauvres n'ont pas rempli correctement leurs fonctions.

Les troisième et quatrième indicateurs du développement financier montrent l'efficacité du système bancaire dans sa mission d'offrir des services financiers à l'économie. Pour les pays les plus riches le crédit octroyé au secteur privé a un poids important ; s'il n'y a pas de crédit, il n'y a pas d'investissement donc il n'y a pas d'accroissement de revenu, c'est-à-dire pas de croissance économique. Quant aux pays les plus pauvres, leurs systèmes bancaires n'ont pas joué efficacement ces rôles.

Pour que les pays pauvres puissent se développer, il est important dans un premier temps de réformer et de développer le système bancaire, car s'il n'y a pas de crédit, il n'y aura pas d'investissement, et ces pays pauvres ne pourront pas se développer durablement.

1.2.2. Les indicateurs du développement des marchés boursiers

Un marché boursier développé est un marché liquide, on peut acheter ou vendre des titres plus facilement par rapport aux marchés moins développés (marché non-liquide). Les banques de dépôts peuvent fournir des liquidités en ouvrant des comptes à vue liquides et en s'engageant dans des investissements non-liquides à long terme. De nombreux éléments établissent une corrélation positive entre la liquidité d'un actif et son cours³³⁹.

Autrement dit, les acteurs doivent bénéficier d'une compensation consistant en un cours inférieur lorsque l'actif à acquérir est difficile à vendre. Ces études sur les valeurs visent à examiner la relation entre la liquidité des valeurs individuelles et leur cours, c'est-à-dire la relation entre la liquidité des marchés boursiers et le taux de croissance nationale à long terme.

Pour évaluer la relation entre la liquidité des marchés boursiers et le taux de croissance national, le taux d'accumulation du capital et le taux d'évolution technologique, R. Levine et Sara Zervos (1996)³⁴⁰ se sont basés sur l'étude de R. Atje et B. Jovanovic (1993)³⁴¹ qui utilisent deux mesures de liquidité pour mener une analyse étendue de coupes instantanées sur 49 pays pour la période 1976-93. Le premier indicateur de liquidité, le ratio de la valeur échangée, est égal à la valeur totale des titres échangés sur le marché boursier national divisé par le PIB. Le ratio de la valeur échangée mesure les échanges boursiers par rapport à la taille de l'économie.

Comme illustré dans l'Annexe (tableau 5 « Les mesures de la liquidité boursière »), le ratio de la valeur échangée varie considérablement selon le pays. Par exemple, les Etats-Unis affichaient le ratio annuel moyen de la valeur échangée de 0,3 pendant la période 1976-93, alors que le Mexique et l'Inde présentaient un chiffre avoisinant les 0,04.

Le deuxième indicateur, le ratio du volume d'échanges, est égal à la valeur totale des actions échangées sur le marché boursier intérieur, divisé par la capitalisation boursière (la valeur des actions cotées sur le marché intérieur). Le volume d'échanges mesure l'activité des échanges par rapport à la taille du marché. Les marchés très actifs, comme le Japon et les Etats-Unis, témoignent d'un volume d'échanges de près de 0,5, alors que des marchés moins liquides, comme le Bangladesh, le Chili et l'Egypte, montrent un chiffre de 0,06 ou même inférieur (Annexe-tableau 5 « Les mesures de la liquidité boursière »).

Le ratio de volume d'échanges peut différer de celui de la valeur échangée, car un

³³⁹ Kadlec, Gregory B. and McConnell, John J. (1994) « The Effect of Market Segmentation and Illiquidity on Asset Prices : Evidence from Exchange Listings », *Journal Finance*, June.

³⁴⁰ Levine, Ross and Zervos, Sara (1996) « Stock Markets, Banks, and Economic Growth », *World Bank Policy Research Working Paper*, N.° 1690, Dec..

³⁴¹ Atje, Raymond and Jovanovic, Boyan (1993) « Stock Markets and Development », *European Economic Review*, Apr., Vol. 37, N.° 2/3, pp. 632-640.

marché petit et liquide dégagera un ratio de volumes d'affaires élevé, mais un ratio de la valeur échangée faible. Par exemple, le ratio moyen du volume d'échanges de l'Inde de 0,5 entre 1976 et 1993 dépasse celui des Etats-Unis, mais le ratio de la valeur échangée de l'Inde est près d'un dixième de la taille de celui des Etats-Unis. Ces mesures visent à évaluer la liquidité à l'échelle macroéconomique, l'objectif étant de mesurer le degré auquel les agents peuvent négocier à bon marché, rapidement et en toute confiance, les créances de propriété d'un pourcentage considérable de technologies productives de l'économie(Annexe-tableau 5 « Les mesures de la liquidité boursière »).

§2. Les degrés du développement financier et la croissance

Dans ce paragraphe, nous étudions les influences du développement financier sur la croissance économique, en séparant le développement bancaire du développement du marché boursier.

2.1. Le développement bancaire et la croissance

Dans ce paragraphe, nous étudions le travail de King et Levine (1993b)³⁴² sur la relation empirique entre la moyenne de chacun des quatre indicateurs du développement bancaire et la croissance sur la période de 1960 à 1989. Pour la croissance économique, King et Levine ont pris trois indicateurs de croissance économique : la moyenne de la croissance du PIB réel par habitant ; la moyenne de la croissance du capital social réel par habitant ; et la moyenne de la croissance de la productivité. Les résultats des régressions vérifient les indicateurs du développement bancaire ; les indicateurs de croissance utilisés par King et Levine sont résumés dans le Tableau 16.

Variable dépendante	DEPUT	BANK	PRIVATE	PRIVY
Croissance du PIB réel par habitant	0,024*** (0,007)	0,032*** (0,005)	0,031*** (0,002)	0,032*** (0,002)
Coefficient de corrélation	0,5	0,5	0,52	0,52
Croissance du capital social réel par habitant	0,022*** (0,001)	0,012** (0,012)	0,020** (0,011)	0,025*** (0,001)
Coefficient de corrélation	0,65	0,62	0,52	0,64
-Croissance de la productivité	0,018** (0,006)	0,025** (0,010)	0,027*** (0,003)	0,025*** (0,006)
Coefficient de corrélation	0,42	0,43	0,45	0,44

Tableau 16. Les indicateurs de développement bancaires et de croissance

Note : les p-valeurs dans les parenthèses sont significatives au niveau <0,05 pour **, et significatives au niveau < 0,01 pour ***.

³⁴² op. cit..

Source : Levine Ross, 1997.

Le Tableau 16 illustre qu'il existe une forte corrélation positive entre chacun des quatre indicateurs de développement financier et les trois indicateurs de croissance : les taux réels de la croissance à long terme par habitant, l'accumulation du capital et la croissance de productivité (expliqué par les p-valeurs dans les parenthèses, qui sont toutes significatives à leurs niveaux). Non seulement tous les coefficients de corrélation du développement financier sont statistiquement significatifs, mais aussi la taille des coefficients implique une corrélation économiquement importante.

2.2. Le développement des marchés boursiers et la croissance

Nous examinons ici la relation empirique entre les indicateurs du développement des marchés boursiers et la croissance économique. Levine et Zervos (1996)³⁴³ ont étudié les relations empiriques entre chacune des mesures de liquidité et les trois indicateurs de croissance : la croissance économique, l'accumulation de capital et la croissance de la productivité. Les six régressions basiques sont réalisées : la moyenne de la croissance économique, de l'accumulation du capital et de la croissance de la productivité, réparties sur la période 1976-93, sont d'abord calculées par rapport au ratio de la valeur échangée en 1976, puis par rapport au ratio du volume d'échanges en 1976, pour observer si la liquidité boursière indique la croissance économique future. Les résultats des régressions sont présentés dans le Tableau 17.

Variable dépendante	Ratio du volume d'échanges	Ratio de la valeur échangée
Croissance du PIB réel par habitant	0,058 (0,001)	0,027 (0,006)
Coefficient de corrélation	0,33	0,34
Croissance du capital social réel par habitant	0,093 (0,007)	0,022 (0,003)
Coefficient de corrélation	0,33	0,35
Croissance de la productivité	0,075 (0,001)	0,020 (0,030)
Coefficient de corrélation	0,21	0,21

Tableau 17. La liquidité boursière et la croissance

Note : p-valeurs dans les parenthèses sont significatives au niveau $\leq 0,01$.

Source : Levine Ross, 1997.

Le Tableau 17 montre que le niveau initial de la liquidité du marché boursier, mesuré par le ratio du volume d'échanges ou par le ratio de la valeur échangée, est un indice statistiquement significatif de la croissance économique, de l'accumulation du capital et de la croissance de la productivité (Les niveaux de significativité sont indiqués par les

³⁴³ op. cit..

p-valeurs dans les parenthèses qui sont inférieures à 0,01). La niveau élevé des coefficients suggère, de plus, une corrélation économiquement significative. Par exemple, les résultats impliquent que si le Mexique avait obtenu la moyenne du ratio de la valeur échangée de l'échantillon en 1976 (0,044) (Annexe-tableau 5 « les mesures de la liquidité boursière ») au lieu de celui effectivement réalisé en 1976 (0,004), le PIB par habitant aurait progressé à un rythme de 0,4 % plus rapide (0,04 x 0,098). Accumulé sur une période de 18 ans, ce résultat implique que chaque Mexicain aurait profité d'un revenu de près de 8% supérieur en 1994. Les résultats confirment l'idée selon laquelle les services de liquidité fournis par les marchés boursiers sont importants pour la croissance à long terme.

Un marché boursier liquide donne de la confiance aux acheteurs d'actions, car ils peuvent les vendre quand ils veulent. Cette facilité de vendre rend le marché efficace en terme de collecte de ressources, tant locales qu'internationales, qui peuvent être investies dans l'économie.

Nous venons donc d'étudier séparément l'impact du développement bancaire et celui du marché boursier sur la croissance. Maintenant, nous nous intéressons au développement bancaire et au marché boursier ensemble et à leurs influences sur la croissance économique.

§3. Les régressions de corrélation entre la banque, le marché boursier et la croissance

Dans ce paragraphe, nous verrons les différents modèles de régression pour vérifier le niveau significatif de corrélation entre les indicateurs financiers et la croissance, comme la régression des moindres carrés ordinaires, la régression de *Generalized-method-of-moments* (GMM).

3.1. La régression des moindres carrés ordinaires (MCO)

Thorsten Beck et Ross Levine (2003)³⁴⁴ ont fait une étude en analysant la relation entre le développement bancaire, le marché boursier et la croissance économique pour un échantillon de 40 pays (Annexe-tableau 6 « Liste des 40 pays pour la régression des moindres carrés ordinaires) et 146 observations. Les données sont calculées en moyenne pondérée sur une période de 5 ans entre 1976 et 1998³⁴⁵. Cette étude porte sur la relation de long terme entre le marché boursier, banques, et croissance économique. Cette étude mesure le niveau de développement financier par la taille du système bancaire et l'activité du marché boursier.

Pour mesurer le développement du marché boursier, les auteurs utilisent le ratio du volume d'échanges(*turnover ratio*)³⁴⁶, lequel est égal à la valeur totale des actions

³⁴⁴ Beck, Thorsten and Levine, Ross (2003) « Stock Markets, Banks, and Growth: Panel evidence », *Journal of Banking & Finance* (article in press).

³⁴⁵ La première période est 1976-1980, la deuxième est 1981-1985, et etc. Et la dernière période est 1996-1998.

échangées sur le marché boursier intérieur, divisé par la capitalisation boursière (la valeur des actions cotées sur le marché intérieur) ce qui donne le ratio du volume d'échange. Un marché boursier non liquide ne favorise pas les projets d'investissement à long terme parce qu'il est difficile de vendre les titres émis sur le marché. Inversement, un marché plus liquide favorise les projets d'investissement à long terme. Un marché liquide permet aux investisseurs d'acheter et de vendre les titres facilement. Cette facilité permet d'allouer le capital plus efficacement et de générer une croissance plus rapide.

Pour mesurer les indicateurs du développement bancaire, Thorsten Beck et Ross Levine (2003) reprennent le travail de Levine et Zervos (1998)³⁴⁷ en utilisant le crédit bancaire (*bank credit*) qui est équivalent au crédit bancaire du secteur privé divisé par le PIB.

Le Tableau 18 montre qu'il existe une grande variation des indicateurs bancaires et du marché boursier dans l'échantillon. Dans l'échantillon, Taiwan a le ratio du volume d'échanges le plus élevé (340% du PIB), contrairement au Bangladesh, pour lequel le ratio du volume d'échange ne représente que 1,3% du PIB. Or, le crédit bancaire pour Taiwan est 124% du PIB.

	croissance économique	ratio du volume d'échanges	crédit bancaire
<i>Description</i>			
Moyenne	1,89	41,21	50,00
Maximum	9,57	340,02	124,38
Minimum	-4,77	1,31	4,13
Other values	140	140	140
<i>Corrélation</i>			
Croissance économique	1 (0,001)		
Ratio du volume d'échanges	0,38 (0,001)	1	
Crédit bancaire	0,11 (0,194)	0,41 (0,001)	1

p : Valeur dans les parenthèses, significative si la valeur est inférieure ou égale à 0,001.

Tableau 18. Les régressions préliminaires entre marché boursier, banque et croissance

Source : T. BECK, R. LEVINE, Journal of Banking & Finance, 2003.

Le Tableau 18 permet de conclure que « la croissance économique est significativement corrélée avec le ratio du volume d'échanges ($p=0,001$), mais la croissance n'est pas significativement corrélée avec le crédit bancaire ($p=0,194$). Le ratio du volume d'échanges est significativement corrélé avec crédit bancaire ($p=0,001$) ».

³⁴⁶ The turnover ratio measure of market liquidity, which equals the value of the trades of shares on domestic exchanges divided by total value of listed shares (Beck, Thorsten and Levine, 2003, p. 6).

³⁴⁷ Levine, R. and Zervos, S. (1998) « Stock Markets, Banks, and Economic Growth », *American Economic Review*, Vol. 88, pp. 537-558.

Or, la régression des moindres carrés ordinaires (MCO) (*Ordinary Least Squares Regressions-OLS*) nous permet de régresser la moyenne de croissance économique sur une durée de 1976-1998 avec une observation de 40 pays dans l'échantillon. La variable dépendante est la croissance réelle du PIB par tête. Il y a 5 méthodes de régressions différentes pour vérifier le niveau significatif de la relation entre le marché boursier, banque, et croissance économique. Ces régressions incluent le crédit bancaire et le ratio du volume d'échanges, et d'autres facteurs (revenu initial par habitant, taux de scolarité, dépense gouvernementale, ouverture du commerce extérieur).

Méthodes de régression	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Constant	0,341 (0,811)	1,189 (0,472)	-0,267 (0,882)	0,532 (0,699)	1,711 (0,327)
Logarithme du revenu par tête initial	0,853 (0,017)	0,797 (0,025)	0,837 (0,022)	0,819 (0,034)	0,775 (0,039)
Moyenne annuelle de scolarité	0,539 (0,804)	0,657 (0,158)	0,429 (0,645)	0,171 (0,687)	0,095 (0,933)
Consommation gouvernementale		-0,692 (0,145)			
OUverture du commerce extérieur			0,194 (0,594)		
Taux d'inflation				-0,436 (0,745)	
Prise du marché noir					-1,949 (0,257)
Crédit bancaire	1,465 (0,001)	1,601 (0,001)	1,578 (0,003)	1,358 (0,039)	1,197 (0,009)
Ratio du volume d'échanges	0,79 (0,025)	0,745 (0,027)	0,823 (0,027)	0,809 (0,042)	0,765 (0,019)
R ²	0,537	0,516	0,540	0,538	0,514
Teste jointe de Wald p-valeur	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
Pays	40	40	40	40	40

p-valeurs sont dans les parenthèses

Note : Le crédit bancaire et le ratio du volume d'échanges sont significatifs avec la p-valeur inférieure ou égale à 0,05. Pour le test de Wald (*Wald test for joint*) la p-valeur doit être inférieure ou égale à 0,01.

Tableau 19. Le marché boursier, banques, croissance, régression croisé-pays, MCO ³⁴⁸

Source : Thorsten Beck, Ross Levine, Journal of Banking & Finance, p. 8, 2003.

Les résultats de 5 méthodes de régression de MCO dans le Tableau 19, montrent

³⁴⁸

Pour en savoir plus sur les calculs de régressions voir Beck, Thorsten and Levine, Ross (2003) « Stock Markets, Banks, and Growth: Panel evidence », Journal of Banking and Finance.

qu'il existe une corrélation fortement positive entre le développement du marché boursier, le développement bancaire, et la croissance économique, que vérifient toutes les 5 méthodes de régression. Le crédit bancaire et le ratio du volume d'échanges sont significatifs pour chacune des 5 méthodes de régression avec la p-valeur inférieure ou égale à 0,05. Cela signifie que le développement du marché boursier (le ratio) et le développement bancaire (le crédit bancaire) ont contribué à la croissance économique.

Le Tableau 19 montre aussi que le crédit bancaire et le ratio du volume d'échanges vérifient ensemble les résultats de la méthode de régression de *Wald* (*Wald test for joint*) comme exprimé par la p-valeur inférieure à 0,01. Cette étude nous montre également que l'Egypte a le taux de crédit bancaire le plus bas, et que si l'Egypte avait amélioré son niveau de développement bancaire de son taux actuel de 24% vers la moyenne de l'échantillon de 44%, cet accroissement aurait pu contribuer à une croissance économique annuelle supplémentaire de 0,7% durant la période étudiée 1975-1998. De même que si le ratio du volume d'échange des actions sur le marché boursier (le niveau de développement du marché boursier) était au niveau moyen de l'échantillon (37%) au lieu du ratio actuel de 10%, l'Egypte pourrait accroître sa croissance économique annuelle d'environ 1%. Mais cette élasticité du calcul de la croissance économique supplémentaire ne permet pas de prendre en compte le taux de croissance économique. L'étude nous permet de savoir simplement si la relation entre le développement financier et la croissance économique est significative.

3.2. La régression de *Generalized-method-of-moments* (GMM)

Dans ce paragraphe, nous cherchons à vérifier la signification des relations entre le marché boursier, la banque, et la croissance économique, avec la méthode de régression « *Generalized-method-of moments*—GMM ». Le Tableau 20 montre les résultats obtenus de la régression GMM (Beck et Levine, 2003)³⁴⁹.

Dans le Tableau 20 nous obtenons des résultats identiques aux régressions précédentes, lesquelles montrent statistiquement et économiquement, la relation largement positive entre marché boursier, banque, et croissance économique (les p-valeurs indiquées dans les parenthèses montrent leurs niveaux significatifs).

Les ratios du volume d'échanges des actions et du crédit bancaire sont vérifiés et positivement corrélés avec les 5 régressions. Mais pour le développement bancaire (le crédit bancaire), celui-ci ne vérifie pas toujours le niveau de signification (p-valeur inférieure à 0,10). De toute manière, les indicateurs financiers sont toujours corrélés significativement avec la croissance.

³⁴⁹ op. cit., p. 14.

Méthodes de régression	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Constant	2,030 (0,014)***	2,067 (0,001)***	1,536 (0,008)***	2,028 (0,014)***	2,060 (0,005)***
Logarithme du revenu par tête initial	13,29 (0,001)***	8,517 (0,001)***	7,371 (0,019)***	15,956 (0,001)***	16,517 (0,001)***
Moyenne annuelle de scolarité	1,521 (0,113)	1,395 (0,090)	10,605 (0,012)	2,257 (0,195)	3,76 (0,271)
Consommation gouvernementale		2,992 (0,228)			
Ouverture du commerce extérieur			5,076 (0,001)***		
Taux d'inflation				0,866 (0,136)	
Prise du marché noir					-0,783 (0,738)
Crédit bancaire	0,749 (0,385)	0,688 (0,436)	-0,471 (0,644)	0,370 (0,656)	0,626 (0,152)
Ratio du volume d'échanges	0,36 (0,674)	0,143 (0,503)	0,599 (0,125)	0,225 (0,528)	0,196 (0,506)
Test de <i>Rogers</i> (p-valeur)	0,219 (0,829)	0,120 (0,580)	0,311 (0,102)	0,101 (0,710)	0,151 (0,800)
Test de corrélation partielle (p valeur)	0,361 (0,40)	0,180 (0,40)	0,189 (0,40)	0,787 (0,40)	0,323 (0,40)
Teste jointe de <i>Wald</i> pour la significativité (p valeur)					
Pays	106	106	106	106	106
Observations					

p valeur est la valeur dans la parenthèse.

*, **, *** indique le niveau de significativité à 10%, 5%, et 1% respectivement.

Tableau 20. Le marché boursier, banque, croissance, GMM difference estimator

Source : T. Beck et R. Levine , 2003.

Le résultat dans le Tableau 20 nous montre non seulement le niveau significatif en termes de statistique mais aussi en terme économique. Par exemple, si le ratio du volume d'échanges des actions du Mexique était au niveau de la moyenne des pays de l'OCDE (68%) au lieu du taux actuel de 36% durant la période 1996-1998, la croissance économique mexicaine augmenterait de 0,6% par an. Similairement, si le taux de crédit bancaire mexicain était au niveau moyen des pays de l'OCDE (71%) au lieu de 16%, la croissance économique mexicaine connaîtrait un accroissement supplémentaire de 0,8% par an. Il en ressort que le développement du marché boursier (le ratio) et le développement bancaire (le crédit bancaire) ont conjointement des impacts considérables sur la croissance économique.

Conclusion Section 1

en vertu de la loi du droit d'auteur.

Les résultats des régressions nous ont montré que les quatre indicateurs du développement bancaire sont significativement corrélés avec les trois indicateurs de croissance économique. Les p-valeurs sont toutes à leurs niveaux de signification et la taille des coefficients est plus grande, ce qui se reflète par la corrélation forte entre le développement financier et croissance. Et les deux autres indicateurs de développement du marché boursier sont aussi positivement liés avec les trois indicateurs de croissance économique.

Par ailleurs, les régressions des Moindres Carrés Ordinaires-MCO (*Ordinary Least Square-OLS*) ont bien présenté la corrélation entre chacun des indicateurs de développement du marché boursier et de développement bancaire avec la croissance. Ils ont aussi montré que les indicateurs bancaires et boursiers sont conjointement corrélés avec la croissance. Pour finir, la méthode de régression de *Generalized-method-of-moments* (GMM) vérifie aussi les niveaux significatifs de corrélation entre le marché boursier, la banque et la croissance.

En général, à travers différents processus d'estimation et différentes variables, il résulte que les deux indicateurs financiers (marché boursier et crédit bancaire) ont vérifié les régressions significativement. Cela nous suggère que le marché boursier offre des services financiers différents de ceux des banques, mais les deux sont liés, ce qui nous permet de conclure que le développement bancaire et le développement des marchés boursiers ont des impacts positifs sur la croissance économique.

Ces résultats inclinent fortement à rejeter la notion selon laquelle le développement financier n'a aucune importance ou empêche le processus de croissance économique. Mais dans les pays en développement, en particulier les pays de l'ASEAN, nous observons que les lois et les réglementations sont faiblement appliquées et aussi peu appropriées à leur situation économique réelle, ce qui a des impacts négatifs sur le développement financier. Dans la section 2, nous étudions le cadre juridique et réglementaire dans le processus de développement financier, et donc la croissance économique.

Section 2. L'Asie et le développement du secteur financier

Les systèmes financiers des pays en développement ont moins la confiance du public par rapport aux pays développés. La confiance ne repose pas sur des problèmes de services financiers, mais au contraire sur le problème de cohérence des textes de lois et de réglementation, et de manière plus importante sur l'application des lois. Dans la pratique, il existe plusieurs types de systèmes juridiques (les systèmes allemand, anglais, français et scandinave). La pratique de différents systèmes provient des différentes cultures d'origine des lois. Les lois et leur application, en particulier le droit du créancier et les normes comptables, ont des impacts directs sur le développement financier.

Les intermédiaires financiers sont mieux développés dans les pays où le système

en vertu de la loi du droit d'auteur.

légal et réglementaire : (i) donne une haute priorité aux créanciers en reconnaissant pleinement la valeur de leurs crédits sur les entreprises, (ii) renforce effectivement l'application des lois et des contrats, (iii) encourage les entreprises à publier des rapports financiers complets et précis (LLSV, 1998)³⁵⁰. Les composantes de l'environnement juridique et de réglementation sont positivement associées avec la croissance économique.

Nous examinons comment l'environnement juridique (*legal environment*) influence le développement financier, et ensuite comment celui-ci impacte la croissance économique à long terme. Dans la section 2 nous présentons les corrélations entre les cinq indicateurs des droits des créanciers (AUTOSTAY, MANAGES, SECURED et ACCOUNT) et l'indicateur de risque des pays CONRISK et les quatre indicateurs de développement financier (DEPTH, BANK, PRIVATE, et PRIVY). Nous commençons avec le premier paragraphe portant sur les déterminants du cadre légal et réglementaire, dans un deuxième temps nous examinerons les corrélations des indicateurs des droits des créanciers et enfin, l'importance des normes comptables dans le processus de développement financier.

§1. Les déterminants du cadre légal et réglementaire

Pour examiner la relation entre le développement de l'intermédiation financière et les mesures du niveau d'environnement légal et réglementaire, nous avons besoin (1) de mesurer le niveau de développement d'intermédiation financière, et (2) mesurer les caractéristiques du cadre légal et réglementaire.

1.1. Le développement de l'intermédiation financière

Pour mesurer le niveau de développement de l'intermédiation financière, nous reprenons les 4 indicateurs financiers développés par King et Levine (1993b)³⁵¹ que nous avons présentés précédemment. Ces 4 indicateurs financiers mesurent la taille de l'intermédiation financière, l'importance des banques commerciales par rapport à la banque centrale dans l'allocation des crédits, et le niveau auquel l'intermédiaire financier octroie le crédit au secteur privé par rapport aux crédits au gouvernement et entreprises publiques.

DEPTH, le premier indicateur qui mesure la taille d'intermédiation financière est égal aux engagements liquides du système financier divisé par le PIB. BANK, le deuxième indicateur, mesure le degré auquel les banques commerciales accordent du crédit au secteur privé, par rapport à la banque centrale. Ce deuxième indicateur est égal au ratio du crédit bancaire divisé par la somme du crédit bancaire et les avoirs intérieurs de la banque centrale. Les troisième et quatrième indicateurs répondent partiellement aux questions sur l'allocation des crédits. PRIVATE, le troisième indicateur, est le ratio de crédit consenti aux entreprises privées divisé par le crédit intérieur total (à l'exception des

³⁵⁰ op. cit..

³⁵¹ op. cit..

crédits accordés aux banques³⁵²). Le quatrième, PRIVY, est le ratio du crédit consenti aux entreprises privées, divisé par le PIB.

Les systèmes bancaires qui accordent plus de crédit aux entreprises privées se consacrent davantage à l'étude des entreprises et de la gouvernance d'entreprise, à la prestation de services de gestion du risque, de mobilisation de l'épargne et de facilitation des transactions, que ceux qui se limitent à alimenter en crédit l'Etat ou les entreprises publiques.

1.2. Le système juridique et le développement de l'intermédiaire financier

Avant de comprendre le cadre légal et réglementaire d'un pays, il est nécessaire d'étudier l'origine de son système légal, et ensuite les droits de protection des intérêts de créancier, qui jouent un rôle important dans le développement financier.

1.2.1. L'origine du système juridique

L'étude de Ross Levine (1999)³⁵³ s'inspirant du travail de LLSV(1998)³⁵⁴ a classé les 49 pays étudiés en 4 systèmes juridiques : le système anglo-saxon, le système français, le système allemand, et le système scandinave. L'Annexe-tableau 1 « Environnement juridique et développement financier » indique les systèmes légaux des pays de l'échantillon et donne les informations sur le niveau de développement de l'intermédiaire financier, ainsi que le niveau de l'environnement juridique et comptable.

L'étude de LLSV(1998)³⁵⁵ a montré que les pays basés sur le système anglo-saxon ont des lois qui s'appuient beaucoup plus sur le droit des créanciers (*rights of creditors*) que les pays utilisant les systèmes juridiques français, allemand et scandinave. Les pays reposant sur le code civil français protègent moins les créanciers, les pays avec le code civil allemand et scandinave se situent au milieu. Le travail de LLSV (1998)³⁵⁶ a aussi montré que les pays de tradition française ont le niveau le plus bas d'application des lois (*law enforcement*), alors que pour les pays se basant sur les systèmes légaux allemand et scandinave, on observe une meilleure application des lois.

1.2.2. Les droits des créanciers

Les créanciers peuvent influencer les entreprises pour satisfaire leurs obligations de

³⁵² Les crédits accordés aux banques ou au secteur financier n'ont pas d'effets sur l'économie des entreprises, à l'exception des cas où la banque peut investir dans le secteur des entreprises. Dans les pays plus avancés, ce type d'investissement croisé n'est pas encouragé, même interdit par l'autorité monétaire.

³⁵³ Levine, Ross (1999) « Law, Finance, and Economic Growth », *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 8, pp. 8-35.

³⁵⁴ op. cit...

³⁵⁵ op. cit., pp. 15-21.

³⁵⁶ op. cit., p. 27.

dettes de différentes manières. Dans certains pays, les créanciers peuvent avoir le droit de reprendre les garanties ou de liquider les entreprises en cas de défaut de remboursement. Certains systèmes juridiques et de régulation permettent une reprise de leurs possessions plus faciles que d'autres. De la même façon, les créanciers peuvent exercer des droits concernant la réorganisation des entreprises pour améliorer la probabilité de remboursement. Donc, un système légal et de régulation qui facilite la reprise des garanties permet aux créanciers de prendre des décisions claires vis-à-vis de leurs clients. Ces droits des créanciers encouragent le développement de l'intermédiation financière par l'augmentation du volume de crédit qui est soutenu par ces droits.

Un système juridique qui soutient les droits de créanciers contribue plus au développement du secteur financier (DEPTH, BANK, PRIVATE, PRIVY) qu'un système qui empêche les créanciers de reprendre possession des garanties, ou qui limite les droits des créanciers à réorganiser les entreprises. Ross Levine (1999)³⁵⁷ a pris trois indicateurs pour mesurer le niveau de droits de créanciers (*creditor rights indicators*) ; les deux premiers se concentrent sur le droit de réorganisation, et le troisième se focalise sur l'ancienneté des créanciers quand une entreprise est liquidée.

Ainsi, AUTOSTAY est égale à 1 si les lois ou les réglementations du pays imposent automatiquement que les actifs de l'entreprise demeurent la propriété de l'entreprise elle-même, ce qui empêche la reprise des garanties pour les créanciers dans le cas où l'entreprise serait dans un processus de réorganisation. Et si AUTOSTAY égale à 0, la restriction de reprise des créanciers n'est pas indiquée dans les lois ou les réglementations dans le cas où l'entreprise serait dans la situation de liquidation. AUTOSTAY est donc négativement corrélé avec les activités des intermédiaires financiers.

MANAGES est égale à 1 si l'entreprise continue de gérer ses actifs durant le processus de réorganisation, et à 0 dans le cas contraire. Dans certains pays, les dirigeants sont remplacés par des administrateurs nommés par le tribunal ou les créanciers quand l'entreprise est dans une situation de réorganisation ou de liquidation. Si les dirigeants sont à la direction de l'entreprise, la pression sur ces dirigeants pour rembourser les dettes aux créanciers sera moindre. Donc, MANAGES est négativement corrélé avec les activités de l'intermédiaire financier.

SECURED est égale à 1 si les créanciers privilégiés (*secured creditors*) sont classés en premiers dans la liste de remboursement de l'entreprise liquidée. Si SECURED égale 0, les créanciers ne sont pas nantis, et le gouvernement ou les employés sont payés avant les créanciers. Donc, SECURED est positivement corrélé avec les activités de l'intermédiaire financier.

§2. La corrélation des indicateurs des droits de créanciers

Ross Levine (1999)³⁵⁸ suggère qu'il existe une corrélation entre le niveau de

³⁵⁷ op. cit., pp. 4-5.

³⁵⁸ op. cit., p. 9.

développement des droits des créanciers et le développement de l'intermédiaire financier. Les résultats des régressions nous montrent que dans les pays où le système juridique et le système de régulation empêchent la reprise de garanties dans le cas de réorganisation de l'entreprise (AUTOSTAY=1), les banques commerciales ont tendance à allouer un niveau de crédits relativement bas par rapport à la banque centrale (BANK), et les banques commerciales octroient également relativement moins de crédit pour les entreprises privées (PRIVY).

	Variables dépendantes			
	DEPTH	BANK	PRIVATE	PRIVY
Constante	-1,05 (0,007)	-0,46 (0,037)	-0,47 (0,086)	-1,36 (0,000)
Logarithme de revenu par tête	0,19 (0,000)	0,16 (0,000)	0,13 (0,001)	0,21 (0,000)
AUTOSTAY	-0,12 (0,151)	-0,13 (0,009)	-0,06 (0,362)	-0,11 (0,088)
R ²	0,22	0,42	0,28	0,38
Observations	44	39	39	44

Les p-valeurs sont dans les parenthèses

Tableau 21. *Intermédiaires financiers et indicateur AUTOSTAY*

Source : Ross Levine (1999).

Les régressions faites par Ross Levine (1999)³⁵⁹, Tableau 21, montrent que AUTOSTAY confirme les 4 régressions négativement [(DEPTH=-0,12 ;p=0,151) ; (BANK=-0,13 ;p=0,009) ; (PRIVATE=-0,06 ;p=0,362) ; (PRIVY=-0,11 ;p=0,088)]. Statistiquement les coefficients p-valeurs sont significatifs à 0,01 pour la régression BANK et à 0,09 pour la régression PRIVY. Donc, l'indicateur AUTOSTAY est négativement corrélé avec les activités de l'intermédiaire financier qui s'engagent dans des activités de crédits privilégiés (*secured credit*).

Similairement, les pays où les dirigeants restent à la direction de l'entreprise durant le processus de réorganisation (MANAGES=1) ont tendance à moins développer l'intermédiaire financier que les pays où les créanciers ou le tribunal désignent des administrateurs officiels pour assurer les opérations de l'entreprise durant la réorganisation.

³⁵⁹ op. cit., p. 11.

	DEPTH	Variables dépendantes		
		BANK	PRIVATE	PRIVY
Constante	1,11 (0,004)	0,11 (0,039)	-0,63 (0,041)	-1,46 (0,007)
Logarithme de revenu par tête	0,25 (0,000)	0,15 (0,000)	0,12 (0,000)	0,13 (0,000)
MANAGES	0,26 (0,026)	0,09 (0,121)	0,12 (0,091)	0,13 (0,091)
R ²	0,32	0,36	0,33	0,39
Observations	44	39	39	44

Les p-valeurs sont dans les parenthèses

Tableau 22. *Intermédiaires financiers et MANAGES*

Source : Ross Levine (1999).

Le MANAGES vérifie les 4 régressions négativement (Tableau 22) [(DEPTH=-0,26 ;p=0,026) ; (BANK=-0,09 ;p=0,151) ; (PRIVATE=-0,12 ;p=0,091) ; (PRIVY=-0,13 ;p=0,091)]. Statistiquement les coefficients p-valeurs sont significatifs à 0,05 pour la régression DEPTH, et 0,01 pour la régression PRIVATE et PRIVY. Donc, l'indicateur MANAGES est négativement corrélé avec les activités de l'intermédiaire financier.

	DEPTH	Variables dépendantes		
		BANK	PRIVATE	PRIVY
Constante	-1,03 (0,007)	-0,35 (0,080)	-0,50 (0,041)	-1,32 (0,000)
Logarithme de revenu par tête	0,16 (0,000)	0,12 (0,000)	0,12 (0,000)	0,18 (0,000)
SECURED	0,22 (0,011)	0,13 (0,051)	0,14 (0,051)	0,19 (0,011)
R ²	0,27	0,40	0,33	0,41
Observations	45	40	40	45

Les p-valeurs sont dans les parenthèses

Tableau 23. *Intermédiaires financiers et SECURED*

Source : Ross Levine (1999).

Pour l'indicateur SECURED, les pays où il n'existe pas de système légal de créanciers privilégiés (*secured creditors*), c'est-à-dire que le gouvernement ou les employés sont en priorité dans la liste de distribution des actifs de l'entreprise liquidée (SECURED = 0), ont un niveau de développement de l'intermédiation financière plus

faible que les pays où les crédits privilégiés sont premiers sur la liste (SECURED =1). Le résultat de la régression dans le Tableau 23 montre que SECURED vérifie positivement avec la régression de DEPTH (=0,22 ;p=0,014), BANK (=0,13 ;p=0,031), et PRIVY (=0,19 ;p=0,014) significativement à 0,05, et aussi positivement vérifie avec PRIVATE à p-valeur p=0,051. Donc, l'indicateur SECURED est corrélé positivement avec les activités de l'intermédiation financière.

L'indicateur de CONRISK est une évaluation du risque de changement d'un gouvernement qui s'est engagé dans la signature d'un contrat. L'indicateur de CONRISK va de 10 pour un risque faible de changement, à 1 pour un risque élevé. Le « changement » est considéré comme un reniement (*repudiation*), un ajournement (*postponement*), ou une réduction des obligations financières de l'Etat. Cette mesure, qui est élaborée par le guide international de risque du pays (*International Country Risk Guide-ICRG*), est une moyenne sur la période de 1982 à 1995.

Le système juridique qui renforce effectivement la mise en place des contrats, y compris les contrats avec le gouvernement, soutiendra le développement des activités des intermédiaires financiers. L'Annexe-tableau 1, montre que les pays qui pratiquent le système légal de types allemand et scandinave se distinguent par une stricte application des contrats (*strong contract enforcement*).

Le Tableau 24 présente les résultats empiriques de corrélation entre l'efficacité du système juridique et les quatre indicateurs du développement financier.

	Variables dépendantes			
	DEPTH	BANK	PRIVATE	PRIVY
Constante	0,00 (0,995)	0,11 (0,482)	0,02 (0,913)	0,17 (0,015)
Logarithme du revenu par tête	-0,02 (0,736)	0,02 (0,161)	0,03 (0,455)	0,06 (0,018)
CONRISK	0,10 (0,024)	0,06 (0,001)	0,05 (0,022)	0,08 (0,002)
R ²	0,25	0,11	0,33	0,12
Observations	47	42	42	47

Les p-valeurs sont dans les parenthèses

Tableau 24. Le développement de l'intermédiaire financier et CONRISK

Source : Ross Levine (1999).

L'indicateur de CONRISK est positivement associé à tous les indicateurs de développement de l'intermédiation financière au niveau significatif de 0,05. Les résultats suggèrent que le système juridique qui renforce la mise en œuvre des contrats, y compris les contrats avec le gouvernement, favorise effectivement le développement de l'intermédiaire financier.

En outre, Ross Levine (1999)³⁶⁰ indique aussi qu'un autre indicateur de l'efficacité du

système juridique pour renforcer la mise en œuvre les contrats, l'indicateur de RULELAW, est étudié. L'indicateur RULELAW est une évaluation de la tradition d'ordre public (*order tradition*) des pays avec différents systèmes juridiques (la valeur RULELAW=10 indique que la tradition d'ordre public est forte-*strong law and order tradition*, et =1 qu'elle est faible). Cette mesure ou indicateur, qui est élaborée par le guide international de risque de pays (ICRG), est une moyenne calculée sur la période 1982-1995. Dans le cas de CONRISK, il a été trouvé une relation positive entre l'indicateur de RULELAW et le développement de l'intermédiaire financier.

Ross Levine (1999)³⁶¹ a aussi considéré le problème de causalité entre ces indicateurs du système juridique et les indicateurs de développement de l'intermédiaire financier : « *I also consider the issue of causality. These OLS regressions shows that measures of creditor rights are strongly related with financial intermediary development* »³⁶².

§3. Les rôles de normes comptables

Les informations des entreprises sont très importantes pour la gouvernance d'entreprise et pour les investissements. Les informations précises sur les entreprises sont facilitées par les normes comptables qui simplifient l'interprétation et la compréhension, et en plus permettent de comparer les entreprises dans le cadre d'investissements ou l'octroi de crédit. Les normes comptables sont différentes d'un pays à l'autre et le gouvernement impose certaines réglementations ou directives pour que le rapport financier soit le plus compréhensible possible.

ACCOUNT est un indicateur de compréhension du rapport financier d'une entreprise. Selon l'étude de LLSV(1998)³⁶³, la valeur maximale de ACCOUNT est de 90 et le minimum est de 0. L'Annexe-tableau 1 « Environnement juridique et développement financier » montre que les pays pratiquant le système juridique de tradition anglaise ou scandinave ont un type de rapports financiers plus précis pour les entreprises par rapport aux autres systèmes juridiques.

³⁶⁰ op. cit., p. 21.

³⁶¹ op. cit., p. 22.

³⁶² Levine, Ross (1999, p. 10), traduction : « Les régressions des Moindres Carrés Ordinaires (MCO) montrent que les indicateurs des droits des créanciers sont fortement corrélés au développement de l'intermédiation financier ».

³⁶³ op. cit..

	Variables dépendantes			
	DEPTH	BANK	PRIVATE	PRIVY
Constante	0,92 (0,088)	0,47 (0,032)	0,62 (0,025)	1,27 (0,026)
Logarithme de revenu par tête	0,17 (0,007)	0,11 (0,001)	0,10 (0,007)	0,17 (0,003)
ACCOUNT	0,0006 (0,961)	0,0057 (0,000)	0,0059 (0,006)	0,0034 (0,129)
R ²	0,15	0,12	0,44	0,37
Observations	39	35	35	39

Source : Ross Levine (1999).

Tableau 25. Intermédiaires financiers et indicateur ACCOUNT

Source : Ross Levine (1999).

Les résultats de l'étude de Ross Levine (1999)³⁶⁴ dans le Tableau 25 montrent que l'indicateur ACCOUNT n'est pas corrélé significativement avec DEPTH($p=0,961$) et PRIVY($p=0,129$). Par contre ACCOUNT est positivement et significativement corrélé avec l'indicateur BANK et PRIVATE à p-valeur 1%. Les pays avec les meilleures normes comptables (rapport financier) ont tendance à posséder un système financier où la banque centrale joue un rôle moindre en matière d'allocation de crédits par rapport aux banques commerciales, avec plus de crédits octroyés au secteur privé par rapport au secteur public. Donc, l'indicateur ACCOUNT est positivement corrélé au développement de l'intermédiation financière. Les banques commerciales bénéficient d'un rapport financier plus précis de la part des entreprises pour allouer des crédits.

Conclusion Section 2

Les résultats de l'étude ont bien montré qu'il existe un rapport entre environnement juridique et réglementaire et développement financier. Ensuite ce dernier a des impacts sur la croissance économique à long terme. L'étude a aussi montré que les pays qui pratiquent un système légal et réglementaire donnant priorité aux créanciers dans le paiement des dettes des entreprises ont un système financier qui fonctionne mieux que ceux qui accordent moins de priorité aux créanciers (AUTOSTAY=1).

Les pays où les entreprises émettent des informations financières (les rapports financiers) plus compréhensibles et précises ont les systèmes financiers plus développés par rapport aux pays où les rapports financiers préparés par les entreprises sont moins compréhensibles et moins précis (indicateur ACCOUNT plus élevé). Et les deux autres indicateurs (MANAGES et SECURED) sont aussi corrélés avec le développement financier. Donc un pays ayant un système juridique et réglementaire approprié et précis rend le système financier fiable et efficace en termes d'allocation de crédit aux entreprises privées, ce qui contribue ensuite à la croissance économique à long terme.

³⁶⁴ op. cit., p. 23.

L'indicateur de risque de pays (CONRISK) joue aussi un rôle important pour le développement financier et la réalisation des projets d'investissement à long terme. L'application stricte des contrats du gouvernement et du secteur privé est également importante pour les investisseurs étrangers et locaux.

Le développement du cadre légal et réglementaire est crucial et dépend du système juridique d'origine (allemand, anglais, scandinave, et français). Car chaque système a sa propre culture du développement de l'environnement juridique. Les pays qui optent pour un système de tradition anglaise ont un meilleur environnement légal et réglementaire. Le problème de la pratique de différents systèmes juridiques a donné lieu à débat pour certains pays en transition. En effet, le Cambodge, qui utilisait le système juridique français depuis le protectorat, évolue aujourd'hui vers le système juridique anglais dans certains domaines, en particulier les activités commerciales.

Dans la section 3 nous étudions la relation entre développement financier et croissance pour les principaux pays de l'ASEAN, en se fondant sur les résultats d'études.

Section 3. Développement financier et croissance : le cas des principaux pays de l'ASEAN

Nous avons vu dans la section 2 le cas général de la corrélation entre le développement financier et la croissance économique. Nous avons vu qu'il existe une corrélation forte entre le développement financier et la croissance (taux de croissance du PIB par habitant).

Nous verrons dans un premier paragraphe la relation entre le développement bancaire M2 (indicateur traditionnel et indicateurs avancés) et la croissance économique. Il existe plusieurs méthodes de calcul de la masse monétaire (le *Simple-sum* et le *Divisia*). Ensuite, nous étudions la corrélation entre les indicateurs de développement bancaire de nouvelle génération (DEPTH, BANK, PRIVATE, PRIVY) et le taux de croissance du PIB par habitant.

Concernant les marchés boursiers, certains analystes les considèrent dans les pays en développement comme de simples « Casinos » n'ayant guère d'effet sur la croissance. Mais selon des études récentes, en particulier dans la section générale, nous avons bien montré que les marchés boursiers peuvent généralement donner un réel élan au développement. Les marchés boursiers influent sur l'activité économique en créant des liquidités. Nombre d'investissements rentables exigent des placements à long terme, mais les investisseurs sont souvent peu enclins à perdre le contrôle de leur épargne pendant une longue période, ce que requiert un marché liquide. La question est donc posée : les marchés boursiers des principaux pays de l'ASEAN ont-ils des impacts positifs sur la croissance économique ? Nous étudions cette question avec deux indicateurs de développement boursier développé par Ross Levine en 1997 (le ratio du volume d'échanges et le ratio de la valeur échangée). Et enfin, nous abordons le développement du cadre juridique et réglementaire et le développement financier, et donc la croissance

économique.

§1. Le degré de monétisation et la croissance : les indicateurs traditionnels et avancés

Nous étudions dans ce paragraphe la relation entre le degré de monétisation et la croissance économique. Il existe plusieurs indicateurs qui mesurent le degré de monétisation : les indicateurs traditionnels et les indicateurs traditionnels avancés.

1.1. Le degré de monétisation et la croissance : les indicateurs traditionnels

Il existe deux corrélations possibles entre le développement financier et la croissance économique. D'une part, la croissance économique génère la demande de services financiers, ce qu'on appelle un phénomène de « demande suivie » (« *demand-following* »). Selon cette idée, les lacunes au développement des institutions financières dans les pays en développement sont une indication du niveau de la demande de services financiers. D'autre part, un secteur financier avec une bonne expansion et un bon fonctionnement dans une économie peut promouvoir la croissance. On appelle ce phénomène « *supply-leading* » ou « *financial-led growth* » (la finance entraîne la croissance). L'hypothèse de *financial-led growth* est populaire parmi les pays en développement comme moyen de développement économique (H. T. Patrick 1996)^{365 69}. Nous allons étudier la corrélation entre le développement bancaire et la croissance économique (PIB réel par habitant) des 3 pays intermédiaires de l'ASEAN, en se fondant sur la masse monétaire et le PIB.

Les rapports Monnaie fiduciaire/M1 et M1/M2 diminuent au cours du processus de développement économique, ce qui signifie que les agents privilégient les dépôts à vue et à terme à mesure que leur revenu augmente. D'autre part, l'augmentation du ratio de la Quasi-Monnaie ($M2 - M1$)/M2 montre l'importance des formes plus élaborées de placement au cours de la croissance économique. On constate également que, quel que soit l'indicateur retenu, c'est la Malaisie qui a les valeurs les plus élevées. Cela confirme bien l'avance qu'a prise ce pays par rapport à ces partenaires dans la mise en place de ses politiques de libéralisation financière. L'ensemble de ces résultats montre bien le phénomène de l'« approfondissement financier » qui s'est opéré dans ces pays asiatiques depuis les années 80.

^{365 69} C

	1980-89			1990-97			1995-2005*		
	Indonésie	Malaisie	Thaïlande	Indonésie	Malaisie	Thaïlande	Indonésie	Malaisie	Thaïlande
Monnaie Financière / M1	64,32	48,79	51,54	35,12	44,18	70,77	43,78	48,79	54,79
Quasi monnaie / M2	24,90	49,76	53,48	71,86	66,86	87,22	34,98	64,15	71,63
M2 / PIB	75,08	30,21	16,32	23,14	33,14	12,78	45,02	35,35	18,37
M2 / PIB	13,89	56,26	31,25	41,89	107,60	81,89	22,84	97,26	26,66

Tableau 26. Les indicateurs du développement bancaire (moyenne, %)

Source : les banques centrales des trois pays, le FMI, * 3e trimestre 2005, calculs de l'auteur.

Pays	M2/PIB
Indonésie	0,2680
Malaisie	0,3728
Thaïlande	0,4525

Tableau 27. La corrélation entre degré de monétisation et taux de croissance (PIB réel par habitant en dollars sur la période 1981-2005)

Source : calculs de l'auteur

La corrélation entre le degré de monétisation et le taux de croissance du PIB par habitant est significative à 5% si le coefficient M2/PIB est supérieur à 0,3 et à 10% si le coefficient est inférieur ou égal³⁶⁶ à 0,3³⁶⁶. Donc nous pouvons dire que la corrélation simple entre l'indicateur bancaire M2/PIB et la croissance économique pour l'ensemble des trois pays, présente une corrélation positive et significative (à 5% pour la Malaisie et la Thaïlande et à 10% pour l'Indonésie) avec le taux de croissance du PIB par habitant. Il semble donc que ce ratio soit particulièrement bien adapté pour mesurer le développement financier des pays d'Asie du sud-est.

En 1994, De Gregorio et Guidotti soulignent que l'indicateur financier habituel M1 ou M2/PIB de développement financier évalue davantage la capacité des institutions financières à fournir des liquidités que des capitaux. Or, ces deux fonctions peuvent être dissociées et le faible taux de monétisation peut signifier un degré élevé de sophistication financière dans les pays où les marchés de capitaux sont relativement bien développés (cela n'est toutefois pas le cas des PED où c'est le secteur bancaire qui domine largement le système financier). L'essentiel du financement passant par les banques, l'indicateur du

³⁶⁶ Cité dans Levine, Ross (1997), op. cit..

développement financier retenu par De Grogorio et Guidotti sera donc le crédit bancaire (non compris le secteur public). En utilisant cet indicateur comme mesure du développement financier, on constate que le crédit au secteur privé augmente également au cours de la croissance économique. Ainsi, quel que soit le critère retenu, l'ensemble des résultats tend à montrer un « développement financier » rapide des pays asiatiques.

1.2. Le degré de monétisation et la croissance : les indicateurs traditionnels avancés

Pour calculer le degré de monétisation, il existe plusieurs méthodes de calculs, et différents éléments à prendre en compte. Une étude explique la relation de causalité entre le degré de monétisation et la croissance économique des principaux pays de l'ASEAN sur la période de 1981 jusqu'avant la crise financière en 1997³⁶⁷. Car, durant cette période, les déréglementations, les libéralisations et les innovations sont des phénomènes importants dans les pays principaux de l'ASEAN. Sur cette période d'étude, on note la libéralisation des taux d'intérêt, l'émergence des intermédias tions financières bancaire et non-bancaire, et de nouveaux instruments financiers qui sont offerts dans le système financier. Également, les actifs financiers ont augmenté plus vite que les revenus³⁶⁸. Donc, cette étude nous permet de savoir si le développement du secteur financier qui résulte de la libéralisation financière a des influences sur la croissance économique dans les principaux pays de l'ASEAN.

Le degré de monétisation est mesuré par deux indicateurs différents : d'une part, le ratio de la masse monétaire M2 sur le Produit National Brut (M2/PNB) que l'on appelle le *Simple-sum SM2/PNB* ; d'autre part, le ratio de monétisation est calculé en utilisant la mesure de *Divisia* (*The Divisia measurement of money*)³⁶⁹, ce qu'on nomme le *Divisia DM2/PBN*. Et le PNB réel est utilisé comme l'indicateur du secteur des entreprises. Les tests de causalité de *Granger* (*The Granger-causality tests*) sont indiqués dans le Tableau 28.

³⁶⁷ Habibullah, M. S (1999) « Financial Development and Economic Growth in Asian Countries : Testing The Financial-Led Growth Hypothesis », *Saving and Development, Quarterly Review*, Vol. 23, N.^o 3.

³⁶⁸ Habibullah, M. S. et Smith, P. (1997) cité dans Habibullah, M. S (1999), op. cit..

³⁶⁹ Pour plus d'information sur les calculs des indicateurs de *Divisia*, voir Habibullah, M. S.(1997a) « Unit Root Behaviour in Velocity: Some evidence from Seven Asian Developing Countries », *The Indian Economic Journal*, Vol. 40, N.^o 1, pp. 54-66.

Pays	Variables de monétisation	Développement financier cause croissance		Croissance cause développement financier	
		FPE ^a	F-statistiques ^b	FPE lags	F-statistiques
Malaisie	Simple-sum Divisia	[2,2] [2,2]	2,296 (0,115) 1,990 (0,151)	[1,2] [2,2]	2,551 (0,091)* 4,642 (0,013)**
Indonésie	Simple-sum Divisia	[2,2] [2,2]	3,353 (0,009)*** 3,453 (0,042)**	[1,2] [2,2]	7,697 (0,002)*** 5,738 (0,003)**
Thaïlande	Simple-sum Divisia	[3,1] [3,5]	1,980 (0,169) 2,479 (0,042)**	[1,8] [4,3]	1,682 (0,143) 2,223 (0,035)**
Philippines	Simple-sum Divisia	[4,1] [4,5]	4,263 (0,046)** 4,156 (0,049)**	[4,1] [3,1]	0,445 (0,509) 0,408 (0,527)

Note :

Dans la colonne 4 et 6, les chiffres dans les parenthèses sont les p-valeurs.

** et * sont statistiquement significatifs à 1% et 5% respectivement.

a : Le critère de *Final Prediction Error* (FPE) est proposé par Alcalde (1995)³⁷¹.

b : Le F-test permet de déterminer si le développement financier cause la croissance économique ou vice versa

Tableau 28. Les résultats de tests de causalité de Granger

Source : M. S. Habibullah, 1999.

Les résultats des tests de causalité de Granger dans le Tableau 28 sont expliqués dans le sommaire du Tableau 29 ci-dessous. Le Tableau 29 montre la différence entre les deux mesures du degré de monétisation, le *Simple-sum* et le *Divisia*.

Pays	Simple-sum comme variable de monétisation			Divisia comme variable de monétisation		
	L'offre entraîne (Supply leading)	suit la demande (Demand following)	Bidirectionnelle (Bidirectional)	L'offre entraîne (Supply leading)	suit la demande (Demand following)	Bidirectionnelle (Bidirectional)
Malaisie	—	✓	—	—	✓	—
Indonésie	—	—	✓	—	—	✓
Thaïlande	—	—	—	—	—	✓
Philippines	✓	—	—	✓	—	—

Note 1

F et Y indiquent respectivement le développement financier et la croissance économique. Les symboles « ✓ » et « — » indiquent respectivement « preuve de la causalité » et « non-corrélué (unrelated) ».

Tableau 29. Les tests de Granger-causalité, les indicateurs de Simple-sum et Divisia

Source : Habibullah M. S., 1999.

Le Tableau 29 montre clairement que les Philippines sont le seul cas où il résulte une unidirection de causalité de Granger du secteur financier à la croissance économique qui retrouve le résultat de J. Thornton (1996)³⁷⁰. Cela vérifie l'hypothèse finance-entraîne-croissance (*financial-led growth hypothesis*). Dans le cas de la Malaisie, la relation positive entre le développement financier et la croissance économique n'est pas vérifiée dans les régressions avec les deux variables du degré de monétisation, le *Simple-sum* et le *Divisia*, qui s'expliquent par leurs p-valeurs dans le Tableau 28 : 0,115 pour le *Simple-sum* et 0,151 pour le *Divisia*. Ces résultats sont statistiquement significatifs au niveau de 1%. Contrairement au cas des Philippines, les régressions suggèrent que dans le cas de la Malaisie, c'est la croissance qui cause le développement financier (*demand following*), ce qui s'explique par les p-valeurs des deux variables du degré de monétisation : 0,091 pour la p-valeur de *Simple-sum* qui est significative à 5% et 0,013 pour la p-valeur de *Divisia* qui est significative à 1%).

Dans le cas de l'Indonésie, le développement financier cause la croissance économique et aussi la croissance économique cause le développement financier, ce qu'on appelle la « causalité bidirectionnelle de Granger » (*Bidirectional Granger-causality*). Comme le montre le Tableau 28 : pour F \square Y, les p-valeurs sont de 0,009 pour *Simple-sum* et 0,042 pour *Divisia*, qui sont significatives à 1%, alors que pour Y \square F, les p-valeurs sont de 0,002 pour *Simple-sum* et 0,003 pour *Divisia*, qui sont significatives à 1%.

Or, pour la Thaïlande selon les résultats dans le Tableau 28, il n'existe pas de relation de causalité entre le développement financier et la croissance économique. Les p-valeurs pour la Thaïlande ne sont pas significatives à leurs niveaux. Pour F \square Y, les p-valeurs sont de 0,169 pour *Simple-sum* et 0,042 pour *Divisia*, les deux p-valeurs sont significatives à

370

Thornton, John (1996) « Financial Deepening and Economic Growth in Developing Economies », *Applied Economics Letters*, Vol. 3, pp. 234-246.

1%, elles ne sont donc pas significatives. Pour Y \square F, les p-valeurs sont de 0,143 pour Simple-sum et 0,035 pour Divisia, les deux p-valeurs aussi sont significatives à 1%, elles ne sont donc pas significatives. Dans le cas de la Thaïlande, l'utilisation de Divisia comme l'indicateur de développement financier montre qu'il existe quasiment une relation bidirectionnelle significative (Tableau 29). C'est-à-dire, le développement financier cause la croissance et la croissance cause le développement financier.

Donc, il est difficile de dire définitivement si le degré de monétisation est toujours positivement corrélé avec la croissance économique, cela dépend des méthodes de calculs des indicateurs, des facteurs pris en compte, et aussi des régressions. Par exemple, selon l'étude de Thornton (1996)³⁷¹, le cas de Singapour ne présente pas de corrélation entre finance et croissance et *vice versa*, alors que Singapour est le pays avec le secteur financier le plus développé par rapport aux autres pays de la région. Nous étudions ensuite les indicateurs de développement bancaire dit de nouvelle génération, qui sont plus complexes et prennent en compte tous les facteurs concernés.

§2. Le développement bancaire et la croissance : les indicateurs de nouvelle génération

En suivant les méthodes de calcul de Ross Levine (1997)³⁷² nous pouvons calculer les indicateurs de développement bancaire (DEPTH, BANK, PRIVATE, et PRIVY) des trois pays principaux de l'ASEAN (la Malaisie, la Thaïlande, et l'Indonésie). Nous classons les données en trois périodes :

	1981-89			1990-97			1998-2005 ³⁷³		
	Indonésie	Malaisie	Thaïlande	Indonésie	Malaisie	Thaïlande	Indonésie	Malaisie	Thaïlande
Engagements bancaires du secteur financier (%PIB)	32,73	65,14	48,50	49,17	109,10	84,20	27,04	58,57	61,40
Crédit nettoyer bancaire comme du crédit interne bancaire et moins intérieure de la banque centrale	55,72	75,23	69,71	68,34	97,79	93,11	39,63	83,01	73,80
Crédits accordés aux entreprises privées (crédit intérieur total (à l'exception des crédits accordés aux banques et institutions financières))	45,13	64,25	55,09	55,67	83,06	71,60	46,94	65,25	50,12
Crédits accordés aux entreprises privées (%PIB)	18,81	41,83	35,79	31,57	56,01	46,11	20,80	43,75	36,20

Note : * les valeurs dans ce tableau sont calculées en moyenne de la période, qui se répartit en 3 grandes phases avec les événements économiques importants, les données du FMI. ** 3e trimestre 2005.

Tableau 30. Les indicateurs* du développement bancaire

Source : FMI, les trois banques centrales, calculs de l'auteur

La période 1981-1989 a été marquée par le développement rapide des systèmes

³⁷¹ op. cit..

³⁷² op. cit..

bancaires et le succès de la politique de libéralisation financière. La seconde phase se déroule de 1990 à 1997 (avant la crise), où l'on observe une expansion spectaculaire avec le phénomène de globalisation financière. Et la période 1998-2005 se caractérise par le choc de la crise financière sur les systèmes bancaires de ces trois grands pays les plus touchés, et aussi par les réformes massives des systèmes financiers de ces pays. Les valeurs des trois phases dans le Tableau 30 sont des moyennes de l'année.

D'après les données obtenues dans le Tableau 30, nous pouvons calculer les quatre indicateurs du développement bancaire en calculant les moyennes. Les résultats de ces quatre indicateurs sont résumés dans le Tableau 31.

	Indonésie	Malaisie	Thaïlande
DEPTH=Engagements liquides du secteur financier/PIB (coefficent est corrélé avec PIB par habitant à valeur 0,51)	0,36	0,91	0,65
RANK=crédit intérieur bancaire/total du crédit intérieur bancaire et avoirs intérieurs de la banque centrale (coefficent est corrélé avec PIB par habitant à valeur 0,79)	0,61	0,83	0,79
PRIVATE=crédits consentis aux entreprises privées /crédit intérieur total (à l'exception des crédits accordés aux banques et institutions financières) (coefficent est corrélé avec PIB par habitant à valeur 0,51)	0,30	0,71	0,59
PRIVY=crédits consentis aux entreprises privées/PIB (coefficent est corrélé avec PIB par habitant à valeur 0,70)	0,17	0,50	0,39

Tableau 31. La corrélation entre les quatre indicateurs bancaires et la croissance (corrélation avec le PIB réel par habitant, 1981-2005)

Source : calculs de l'auteur

Le Tableau 31 montre que le coefficient de l'indicateur de développement bancaire DEPTH de la Malaisie est plus élevé (0,91) que celui des deux autres pays (Thaïlande=0,65 et Indonésie=0,36). Ces coefficients sont positivement corrélés avec la croissance du PIB réel par habitant au niveau significatif de valeur 0,51 (Tableau 15). Donc nous pouvons conclure que l'indicateur DEPTH (la taille de l'intermédiaire financier) est significativement corrélé avec le taux de croissance du PIB par habitant dans le cas de la Malaisie et de la Thaïlande. Ces calculs retrouvent les résultats de Ross Levine (1999)³⁷³ en termes de niveau significatif pour la Malaisie et la Thaïlande (la Malaisie=0,94 ; Thaïlande=0,54 et Indonésie=0,20) (Annexe-tableau 1 « Environnement juridique et développement financier »), et nous retrouvons également la même conclusion de corrélation entre le degré de monétisation traditionnel (M2/PIB) et le taux de croissance élevé (la Malaisie et la Thaïlande). Donc, le développement bancaire en Malaisie et en

³⁷³ op. cit..

Thaïlande ont positivement influencé la croissance économique.

Pour l'indicateur de développement bancaire BANK, le Tableau 31 montre que les trois pays ont les coefficients de BANK corrélés avec le taux de croissance du PIB réel par habitant, avec les coefficients supérieurs au niveau de corrélation 0,59 (Malaisie=0,88 ; Thaïlande=0,79 ; et Indonésie=0,61). Ici nous retrouvons également les résultats de Ross Levine (1999) (les trois pays ont l'indicateur de BANK positivement corrélé avec le taux de croissance de revenu par tête : Malaisie=0,96, Thaïlande=0,81 et Indonésie=0,60).

Pour le troisième indicateur, le PRIVATE (créances sur le secteur privé non financier/créances totales), le Tableau 32 suggère que la Malaisie et la Thaïlande ont un coefficient de PRIVATE positivement corrélé avec le taux de croissance des revenus par tête à son niveau de corrélation de 0,51 (Malaisie=0,71 ; Thaïlande=0,59). Pour l'Indonésie, ce coefficient est faiblement corrélé (Indonésie=0,50). Nous retrouvons encore les résultats de Ross Levine (1999) pour la Malaisie (0,75) et la Thaïlande (0,65), et une corrélation plus faible pour l'Indonésie (0,48).

Le quatrième indicateur de développement bancaire, le PRIVY (crédits consentis aux entreprises privées divisés par le PIB), montre dans le Tableau 31 que les trois pays n'ont pas de coefficient PRIVY corrélé avec le taux de croissance du PIB réel par habitant à son niveau de 0,70 (Malaisie=0,5 ; Thaïlande=0,39 et Indonésie=0,17). Nous retrouvons aussi les résultats de Ross Levine illustrant qu'il n'y a aucun pays dont le coefficient PRIVY est corrélé avec le taux de croissance (Malaisie=0,52 ; Thaïlande=0,40 et Indonésie=0,16).

Le niveau des coefficients a aussi joué un rôle important dans le processus de croissance économique, un niveau plus élevé impliquant également une croissance économique, donc un niveau de vie (PIB par tête), plus élevés, (Annexe-figure 4 « Les évolutions du PIB par tête des principaux pays de l'ASEAN »). Les différents niveaux des coefficients par rapport aux résultats que nous avons obtenus et ceux de Ross Levine (1997)³⁷⁴ sont sur différentes périodes. Ross Levine (1997)³⁷⁵ a pris des données durant la période 1976-1993. Pour les principaux pays de l'ASEAN durant les années 80 et le début des années 90, les systèmes financiers se sont développés rapidement, mais ils furent gravement touchés par la crise de 1997 qui perdura jusque fin 2001. Les systèmes financiers se sont rétablis progressivement depuis 2002.

Dans le paragraphe qui suit, nous étudions les indicateurs de développement du marché boursier. Dans le marché boursier c'est la liquidité du marché secondaire qui joue le rôle important, avec son influence sur la croissance économique.

§3. Les indicateurs de développement du marché boursier et la croissance

Le développement des marchés boursiers permet d'aboutir à une allocation plus efficace

³⁷⁴ op. cit..

³⁷⁵ op. cit..

des ressources financières et contribue ainsi à stimuler l'épargne nationale en offrant une meilleure rémunération. Les investisseurs sont alors incités à placer leurs fonds dans des activités productives de façon à agir à long terme sur la croissance du pays.

Nous rappelons ici que les principaux indicateurs utilisés pour mesurer le niveau de développement du marché boursier sont au nombre de deux (Ross Levine, 1997)³⁷⁶, le ratio de la valeur échangée (égal à valeur totale des titres échangés sur le marché boursier national divisé par le PIB), et le ratio du volume d'échanges, égal à la valeur totale des actions échangées sur le marché boursier intérieur, divisé par la capitalisation boursière (la valeur des actions cotées sur le marché intérieur).

Nous allons calculer ces deux indicateurs de développement du marché boursier selon les méthodes de Ross Levine (1997)³⁷⁷, en prenant les données de 1986-2005 pour les trois principaux pays de L'ASEAN (Tableau 32).

Année	PIB			Capitalisation totale			Volume d'échanges			Ratio capitalisation			Ratio échanges		
	Milliards	Mil. dollars	Mil. dollars	Milliards	Mil. dollars	Mil. dollars	Milliards	Mil. dollars	Mil. dollars	Milliards	Mil. dollars	Mil. dollars	Milliards	Mil. dollars	Mil. dollars
1986	46275,0	84489,5	11489,4	711,22	488644,4	20989,3	259584	12483,36	4822,35	3,306	3,279	9,289	0,220	6,182	0,646
1987	47659,9	88159,1	11121,1	759,13	43268,3	18512,8	256225	10341,35	5932,12	3,269	3,249	8,200	0,200	6,184	0,648
1988	51076,9	93100,1	11507,1	83300,0	45877,1	24744,2	276523	12156,41	5772,42	3,202	3,179	8,200	0,211	6,193	0,647
1989	51278,7	91101,1	10208,2	87010,0	46979,1	251117,7	279111	14411,45	4711,32	3,171	3,174	8,200	0,214	6,195	0,647
1990	60776,3	78501,3	10495,0	75986,6	48867,1	25962,8	28717,1	13665,59	5321,79	3,290	3,277	9,249	0,216	6,180	0,646
1991	72891,1	10112,2	11588,4	88119,0	48971,9	25694,2	2797422	14711,45	5814,33	3,289	3,269	9,250	0,216	6,185	0,651
1992	73104,7	10240,1	12411,0	88310,0	28671,0	24101,0	27811,0	13197,42	4701,83	3,249	3,217	9,289	0,216	6,181	0,647
1993	98777,6	142887,1	15264,7	20986,6	168640,0	19557,1	27191,3	21371,87	11931,45	3,150	3,129	9,269	0,217	6,194	0,676
1994	104877,0	16245,8	15264,2	32250,0	225828,0	18912,3	25314,9	16282,48	22,32,39	3,159	3,160	9,269	0,227	6,198	0,671
1995	205125,3	12126,9	15242,1	47241,0	188276,0	15176,2	25815,0	17682,21	15131,70	3,120	3,110	9,269	0,228	6,210	0,649
1996	219347,3	13112,0	17058,1	87650,0	2221269	17184,2	269422	15712,02	15121,12	3,129	3,119	9,269	0,221	6,201	0,646
1997	271317,0	13112,0	17181,0	471710,0	1861740	20619,3	24711,0	15111,09	16241,61	3,170	3,180	9,161	0,162	6,112	0,137
1998	218307,9	13112,0	17181,0	21076,0	1888891	20624,1	27212,0	20148,07	12451,63	3,298	3,249	6,161	0,168	6,107	0,116
1999	218307,9	13112,0	17181,0	21076,0	1888891	20624,1	27212,0	20148,07	12451,63	3,298	3,249	6,161	0,168	6,107	0,116
2000	27080,6	72257,1	13278,1	26316,8	14886,4	17653,5	24852,2	18862,14	12357,45	3,219	3,212	9,709	0,244	6,225	0,189
2001	148110,0	17181,0	17181,0	219511,0	1851711	18109,7	27121,7	14010,01	12111,45	3,171	3,180	9,161	0,171	6,111	0,113
2002	169692,0	17181,0	17181,0	21950,0	186191,0	17779,7	27011,0	14117,45	17516,44	3,129	3,169	9,161	0,179	6,111	0,116
2003	448617,0	27127,0	17181,0	23656,0	194294,6	12687,1	26838,4	21682,34	12449,32	3,150	3,119	9,064	0,227	6,246	0,120
2004	77137,0	27127,0	17181,0	45325,0	22296,2	16142,2	262500	23127,50	12913,32	3,230	3,195	9,469	0,251	6,250	0,110
2005	108360,0	13112,0	17181,0	51650,2	17181,0	17181,0	21110,01	17181,0	17181,0	3,239	3,177	6,161	0,209	6,159	0,107
Total	541791,6	170577,0	169810,4	201810,4	20977,14	16271,0	20721,00	16193,42	14,150	4,765	8,004	0,202	6,178	0,246	
Moyenne	705600,6	56457,4	26562,0	11518,06	47262,076	14040,0	26567,38	17254,17	9,208	9,208	9,469	0,214	6,201	0,247	

Tableau 32. Les calculs des deux ratios de développement boursier (en millions de dollars)

Source : FMI, SEC-Malaisie, SEC-Thaïlande, BAPEPAM-Indonésie, * fin décembre 2005, calculs de l'auteur

Les résultats du Tableau 32 sont résumés dans le Tableau 33 ci-dessous.

Le Tableau 33 montre que le ratio de valeur échangée de trois pays n'est pas corrélé avec le taux de croissance du PIB par habitant (niveau significatif : 0,34) (Indonésie 0,028 ; Malaisie=0,299 et Thaïlande=0,247). Le ratio mesure les échanges boursiers par rapport à la taille de l'économie, et donc la différence de niveau des coefficients montre l'importance du marché boursier dans l'économie ; cela reflète que le marché boursier de la Malaisie joue un rôle plus important dans le financement de l'économie qu'en Thaïlande et en Indonésie.

³⁷⁶ op. cit..

³⁷⁷ op. cit..

Indicateur	Indonésie	Malaisie	Thaïlande
-Le ratio de la valeur échangée (le coefficient de corrélation avec le taux de croissance du PIB réel par habitant est de 0,34)*	0,028	0,299	0,247
-Le ratio du volume d'échanges (le coefficient de corrélation avec le taux de croissance du PIB réel par habitant est de 0,33)	0,208	0,239	0,405

Source : calculs de l'auteur
Note : * résultat de Ross Levine (1997), Tableau 17

Tableau 33. La corrélation entre le développement boursier et la croissance du PIB par habitant

Source : calculs de l'auteur

Ces résultats sont aussi les mêmes que ceux de Ross Levine (1997) : selon lui le ratio de la valeur échangée de ces trois pays n'est pas corrélé avec la croissance du revenu par tête (Indonésie=0,01 ; Malaisie=0,243 et Thaïlande=0,144). Ce ratio est plus grand pour les pays où le marché boursier est plus développé, lorsque le financement de l'économie est basé principalement sur le marché (système financier orienté vers le marché) comme le cas des États-Unis.

Pour le ratio du volume d'échanges, seule la Thaïlande a un coefficient corrélé avec le taux de croissance du PIB par habitant à son niveau de signification de 0,33 (Thaïlande=0,405). Pour les deux autres pays, les coefficients sont de 0,208 pour l'Indonésie et 0,239 pour la Malaisie. Le niveau des coefficients du ratio mesure l'activité des échanges par rapport à la taille du marché boursier domestique. Donc nous pouvons conclure que la Thaïlande a un marché boursier plus actif, avec plus d'activités d'échanges des actions, et qu'il est évidemment plus liquide comparé à ceux de l'Indonésie et de la Malaisie. L'étude de Ross Levine (1997) trouvait aussi que seule la Thaïlande avait un ratio du volume d'échanges corrélé avec le taux de croissance.

Le ratio du volume d'échanges peut différer de celui de la valeur échangée car un marché petit et liquide dégagera un ratio du volume d'échanges élevé, mais un ratio de la valeur échangée faible. Comme la Thaïlande a un ratio de la valeur échangée (0,247) plus petit que celui de la Malaisie (0,299), cela montre que la taille du marché boursier de la Thaïlande est plus petite que celui de la Malaisie (la valeur moyenne de capitalisation boursière de ces deux pays montre que la taille du marché boursier de la Malaisie est environ 2,5 fois plus grande que celui de la Thaïlande). Mais le marché boursier de la Thaïlande est plus actif et plus liquide que celui de la Malaisie (mesuré par le ratio du volume d'échanges en Thaïlande=0,405, plus grand que celui de la Malaisie=0,239). Ces mesures visent à évaluer au niveau macroéconomique la liquidité boursière qui indique le degré de négociation et aussi la rapidité du système de transactions sur le marché boursier.

§4. La banque, la bourse, la loi et la croissance

L'étude de Ross Levine (1996)³⁷⁸ montre qu'un pays qui a un système bancaire développé, au vu de la part du total des prêts bancaires aux entreprises privées dans le PIB, connaît une expansion économique plus rapide (Allemagne, Japon). Nous avons aussi noté pour les trois pays principaux de l'ASEAN que la Malaisie est marquée par le système bancaire le plus développé par rapport à la Thaïlande et l'Indonésie. En conséquence, la Malaisie a connu des taux de croissance économique plus élevés (le PIB par habitant est également plus élevé ; voir Annexe-figure 4 « Les évolutions du PIB par tête des principaux pays de l'ASEAN »).

Selon les résultats obtenus par Ross Levine (1996³⁷⁹), les pays aux marchés boursiers liquides et au secteur bancaire développé ont connu une croissance beaucoup plus rapide que ceux ayant à la fois des marchés non liquides et un secteur bancaire sous-développé. Il apparaît également qu'un marché boursier plus liquide va de pair avec de meilleures perspectives de croissance, quel que soit le stade de développement des banques. De même, un secteur bancaire plus développé signifie une croissance plus rapide, quelle que soit la liquidité du marché boursier. Il n'y a donc pas lieu d'opposer le développement des marchés boursiers à celui du secteur bancaire ; l'un ou l'autre suffit à annoncer une croissance économique soutenue. Dans le cadre de notre étude, la Malaisie a le système bancaire et le marché boursier les plus développés, ce qui contribue à enregistrer des taux de croissance économique plus élevés par rapport aux deux autres pays.

Pour les pays en développement, mais aussi dans le cas de la Malaisie, de la Thaïlande et de l'Indonésie, le système juridique et réglementaire joue un rôle important dans le développement du système financier et la croissance économique. Selon le travail de Ross Levine (1999)³⁸⁰, la Malaisie et la Thaïlande, qui pratiquent le système juridique anglais (*The English Legal Origin*), ont des systèmes légaux et réglementaires plus développés, et l'application des lois est plus stricte, contrairement au cas de l'Indonésie qui pratique le système juridique français (*The French Civil Code Origin*), où le système légal et réglementaire n'est pas assez fort et où l'application des lois est défaillante.

Les résultats de Ross Levine (1999)³⁸¹ montre que la Malaisie, la Thaïlande et l'Indonésie ont l'indicateur d'AUTOSTAY=0, c'est-à-dire que les législations de ces pays ont permis aux banques de reprendre possession des garanties quand les entreprises endettées sont en situation de réorganisation. Et les trois pays ont aussi l'indicateur de MANAGES=0, ce qui veut dire que les législations de ces pays permettent au tribunal ou

³⁷⁸ Levine, Ross (1996) « Les marchés boursiers stimulent la croissance », *Finance & Développement*, Vol. 33, N.° 1, mars.

³⁷⁹ op. cit..

³⁸⁰ Levine, Ross (1999) « Law, Finance, and Economic Growth », *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 8, N.° 1/2, Apr..

³⁸¹ op. cit..

aux banques de nommer l'administrateur durant le processus de réorganisation ou de liquidation. L'indicateur de SECURED=1 pour les trois pays, c'est-à-dire que leur législation permet de rembourser les dettes à des banques en priorité si une entreprise est liquidée (premier dans la liste de remboursement de l'entreprise liquidée).

Par ailleurs, le ratio de CONRISK (le ratio maximum = 10 signifie le moindre risque de changement) de la Thaïlande et de la Malaisie (les deux pratiquent le système juridique d'origine anglaise) sont plus élevés que l'Indonésie (système légal d'origine française) : respectivement 7,43 ; 7,57 et 6,09 (Annexe-tableau 1 « Environnement légal et développement financier »). Cela indique que la Malaisie et la Thaïlande sont des pays où l'on constate moins de changement ou de modification des textes de lois ou des contrats après signature comparé à l'Indonésie.

Pour le ratio ACCOUNT (l'indice de compréhension des rapports financiers annuels des entreprises, valeur de 0 à 90 ; le 90 étant le plus compréhensible). Il est également plus élevé pour la Malaisie (76,00), suivi par la Thaïlande (64,00), et l'Indonésie (62,00). Cela veut dire que le système comptable de la Malaisie exige des rapports financiers des entreprises plus compréhensibles par rapport à la Thaïlande et l'Indonésie.

Mais ce ratio reste encore bas par rapport aux autres pays en développement (par exemple pour le ratio de CONRISK de Taiwan=9,16 ; Singapour=8,86 ; Hong Kong=8,82 ; Corée=8,59). Ces faiblesses du système juridique et réglementaire ont des impacts négatifs sur le développement financier et la croissance économique. Il est donc évidemment nécessaire pour les pays en développement, en particulier l'Indonésie, la Thaïlande et aussi pour la Malaisie de renforcer encore plus leurs systèmes juridique et réglementaire, spécialement la cohérence et l'application des lois.

Conclusion section 3

En général, les indicateurs de développement bancaire traditionnels suggèrent qu'il existe une corrélation forte entre le développement financier et la croissance économique dans les principaux pays de l'ASEAN. En d'autres termes, le développement financier entraîne la croissance économique vice-versa. Cela dépend du niveau de développement financier de chaque pays. La croissance économique peut contribuer au développement du secteur financier, et ensuite à son tour le développement financier renforce le rythme de croissance économique. En outre, le développement financier et la croissance économique sont complémentaires entre eux. La relation unidirectionnelle entre la croissance économique et le développement financier (*demand following* se vérifie significativement avec la Malaisie. Et la relation de causalité bidirectionnelle entre le développement financier et la croissance est significative pour les cas de l'Indonésie et la Thaïlande. L'indicateur du développement financier mesuré par *Divisia* explique mieux le rôle du développement financier sur la croissance, car l'indicateur *Simple-sum* montre qu'il n'existe pas de corrélation entre la finance et croissance, ce qui contredit la conclusion de la Banque mondiale indiquant que « ... the financial development has been a contributing factor for the rapid economic development in the Asian region including Thailand »³⁸².

Mais les indicateurs du développement bancaire de nouvelle génération ont aussi

montré qu'il existe généralement une corrélation positive entre ces indicateurs et la croissance (le taux de croissance du PIB par habitant). À l'exception d'un calcul avec l'indicateur PRIVY, aucun pays ne vérifie la corrélation entre cet indicateur et la croissance du PIB par tête. Les trois autres indicateurs (DEPTH, BANK et PRIVATE) ont généralement vérifié la relation avec le taux de croissance du PIB, sauf l'Indonésie qui ne vérifie cette hypothèse qu'avec l'indicateur BANK.

Un marché des capitaux bien développé est généralement considéré comme favorable à la croissance économique car il aide à mobiliser l'épargne intérieure, encourage l'apport de capitaux (en particulier de capitaux de portefeuille), améliore la répartition des ressources financières et élargit le champ d'application de la politique monétaire. En effet, pour jouer efficacement sa fonction de collecte et d'allocation de l'épargne, le marché boursier doit reposer sur une économie suffisamment solide et organisée, des acteurs économiques et financiers matures, une structure institutionnelle et des organes de contrôle fiables. Un marché boursier liquide est marqué par le ratio du volume d'échanges, la Thaïlande ayant selon nos calculs le ratio le plus élevé, et il est aussi positivement corrélé avec le taux de croissance du PIB, ce qui est le contraire pour les deux autres pays (la Malaisie et l'Indonésie). Pour le deuxième ratio, celui de la valeur échangée, aucun pays ne vérifie l'hypothèse. Donc les marchés boursiers des trois principaux pays de l'ASEAN ne sont pas vraiment corrélés avec la croissance économique pour la période étudiée.

Pour les pays en développement comme pour les pays en transition, le cadre légal et réglementaire reste encore un problème majeur qui empêche le développement financier. Comme nous l'avons vu, les indicateurs de développement juridique et réglementaire (AUTOSTAY, MANAGES, SECURED, CONRISK, ACCOUNT) sont fortement corrélés avec le développement des indicateurs financiers. Donc il est nécessaire de consolider le cadre légal et réglementaire, en renforçant l'application des lois et aussi le système de juridique.

Nous étudions maintenant dans la section 4, le développement financier et la croissance économique du Cambodge, qui est un pays doté d'un système financier moins avancé et d'un système juridique et réglementaire insuffisant.

Section 4. Développement financier et croissance : le cas du Cambodge

Dans les sections précédentes, nous avons exposé le cas général et le cas des principaux pays de l'ASEAN, sur la problématique du développement financier et de la croissance économique. Le cas général a bien montré qu'un pays ayant un système financier comprenant un secteur bancaire et/ou un marché boursier bien développé

³⁸² Tradition française : « le développement financier a été un facteur qui contribue au développement rapide des économies dans la région asiatique, y compris la Thaïlande » ; cité dans Habibullah, M. S. (1999, p. 288).

permet d'avoir un taux de croissance économique plus élevé et durable.

Dans le cas des pays de l'ASEAN, nous avons vu que les indicateurs de développement bancaire ont généralement vérifié la relation de corrélation avec la croissance économique (le taux de croissance du PIB par habitant). Cela veut dire que les secteurs bancaires contribuent au processus de croissance économique dans les trois principaux pays de l'ASEAN. Pour les indicateurs de développement du marché boursier de ces principaux pays, il n'existe généralement pas de corrélation avec le taux de croissance, sauf pour la Thaïlande avec un marché boursier plus liquide (ratio du volume d'échanges). Cela indique que les marchés boursiers de ces pays n'ont pas encore joué un rôle important dans le financement de l'économie, et que c'est le secteur bancaire qui domine largement.

Dans cette section 4 nous présentons le cas du Cambodge et la relation entre le développement financier et la croissance économique, en calculant les indicateurs de développement bancaire comme dans les sections précédentes. Mais au Cambodge, il n'existe pas de marché boursier, donc les deux indicateurs de développement du marché boursier (le ratio du volume d'échanges et le ratio de la valeur échangée) n'existent pas non plus. En l'absence presque totale d'instruments financiers, certains indicateurs de développement bancaire ne marquent pas de différence entre eux. Par contre au Cambodge, le secteur de la micro-finance joue un rôle important dans le financement de l'économie rurale. Nous essayons donc d'introduire la part de la micro-finance dans nos calculs. À la fin, nous abordons les obstacles et les faiblesses du développement du système financier cambodgien.

§1. Le degré de monétisation et la croissance économique

Dans ce paragraphe, nous étudions la relation entre le degré de monétisation et la croissance économique du Cambodge. Le degré de monétisation est mesuré par le M2/PIB. La masse monétaire M2 est mesurée par la masse monétaire M1 (=les dépôts à vue et les monnaies hors du système bancaire-*currency outside banks and demand deposits*) et la quasi-monnaie (les dépôts à terme). La masse monétaire M2 est prise en compte en monnaie locale et en devises étrangères. Au Cambodge il n'existe pas de compagnies financières et d'instruments financiers liquides. Les données de la masse monétaire sont officiellement disponibles depuis 1996, date de création de la banque nationale. Le Tableau 34, montre les calculs de l'indicateur de la monétisation du Cambodge.

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
M2	931288	1070158	1281067	1442254	1696596	2203804	2569454	3202998	4820298	4558724
PIB	19077600	19380000	19560000	19750000	14960000	14800000	15500000	16844350	173259013.1	170115980
M2/PIB	0.051	0.081	0.103	0.122	0.128	0.148	0.161	0.186	0.282	0.211

Tableau 34. Le degré de monétisation et le taux de croissance du PIB par habitant (la masse monétaire et le PIB sont en million de riels)

Source : la banque nationale du Cambodge, et ASEAN Statistical Yearbook, * fin décembre 2005, calculs de l'auteur

Selon le Tableau 35, le coefficient du degré de monétisation M2/PIB durant la période 1996-2005 est de 0,150. Ce simple coefficient de M2/PIB est égal au coefficient de DEPTH (le ratio des engagements liquides du secteur financier divisé par le PIB) de Ross Levine (1997)³⁸³, car la masse monétaire M2 du système bancaire cambodgien est égale aux engagements liquides dans le sens de Ross Levine (1997)³⁸⁴. En se basant sur le résultat de calculs, nous pouvons conclure que le degré de monétisation est corrélé très faiblement au niveau de 10% avec le taux de croissance du PIB par habitant selon les critères traditionnels. Mais selon les critères de Ross Levine(1997)³⁸⁵, le degré de monétisation (dans le cas du DEPTH) n'est pas significativement corrélé au taux de croissance du revenu par tête, car selon lui cet indicateur est significativement corrélé si le coefficient est supérieur à 0,51.

Donc, l'indicateur M2/PIB ou DEPTH (0,150) indique que la taille de l'intermédiation financière du Cambodge est très faible et en dessous de la taille moyenne des pays très pauvres (0,26)³⁸⁶. Ce qui reflète que le système bancaire reste encore très faible, alors que le système de financement informel (système hors contrôle de l'Etat) joue encore un rôle assez important. Dans le deuxième paragraphe, nous étudions les indicateurs de nouvelle génération de Ross Levine (BANK, PRIVATE, et PRIVY).

§2. Le développement bancaire et la croissance : les indicateurs de nouvelle génération

Comme nous l'avons vu dans le premier paragraphe, l'indicateur DEPHT pour le cas du Cambodge est égal à l'indicateur traditionnel du degré de monétisation M2/PIB. Dans ce paragraphe portant sur les indicateurs de nouvelle génération, nous verrons que trois indicateurs, le BANK (ratio du crédit bancaire divisé par la somme du crédit bancaire et des avoirs intérieurs de la banque centrale), le PRIVATE (ratio des crédits aux entreprises privées non financières divisé par le crédit intérieur total) et le PRIVY (crédit intérieur total divisé par le PIB). Nous rappelons que les données sont officiellement disponibles uniquement depuis 1996. Le Tableau 35 présente les calculs de trois indicateurs de développement bancaires de la nouvelle génération.

³⁸³ op. cit..

³⁸⁴ op. cit..

³⁸⁵ op. cit..

³⁸⁶ Ce ratio est calculé par Levine, Ross (1997).

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
PIB	125945	141160	146427	141102	1338450	152113	1886511	1819532	1871761	1782770	1619611	1619611	1619611
PIB par habitant	11942	1209	11930	12173	117621	12039	12122	122112	123208	124208	125208	126208	127208
Crédit au secteur non financier	100229	11280	119221	117102	986103	911638	1042571	1216432	1211961	1271712			
Crédit aux entreprises	760639	715308	656329	781779	786766	329352	282351	510450	284403	289915			
P.G	20,7100	104,0000	12,5000	10,2500	1486200	1404200	1808521	1514855	1745213	100,0000			
BANK	1,202	1,287	1,607	1,647	1,492	1,448	1,28454	1,087	1,448	1,142	1,048	1,048	1,048
PRIVATE	0,970	1,000	0,988	0,900	1,204	1,207	0,951	0,902	1,048	0,970	1,070	1,070	1,070
PRIVY	0,070	1,049	0,052	1,274	1,204	0,105	0,069	1,067	0,111	1,070			

Tableau 35. Les indicateurs de développement bancaire et le taux de croissance du PIB par habitant (en millions de riels)

Source : la banque nationale du Cambodge, les calculs de l'auteur

Les résultats du Tableau 35 nous montrent que l'indicateur de développement bancaire BANK, égal à 0,674, est significativement corrélé au taux de croissance du PIB par habitant. (niveau significatif statistiquement = 0,59 - Tableau 15). Cet indicateur BANK pour le Cambodge est un peu trop élevé si nous le comparons avec les autres pays. Cet indicateur est au niveau des pays en développement. Cette ampleur est principalement due à l'inactivité de la banque centrale du Cambodge en matière de refinancement sur le système bancaire ou le marché interbancaire, puisque le marché financier n'existe pas et parce que la banque centrale joue un rôle très marginal en termes de crédit à l'économie depuis la réforme. Les banques commerciales fournissant les crédits dans l'économie, ce coefficient est élevé ou un peu trop élevé.

Les calculs dans le Tableau 35 indiquent que, pour le deuxième indicateur de développement bancaire, le PRIVATE, ce ratio de 0,970 est également élevé pour le Cambodge. Statistiquement l'indicateur PRIVATE est significativement très corrélé avec le taux de croissance du revenu par tête (niveau significatif = 0,51). Mais ce niveau du PRIVATE est encore une fois causé par le sous-développement du secteur financier où les banques ne communiquent pas souvent entre elles, et où très peu de crédits apparaissent entre les banques commerciales. Il n'existe pas de marché de capitaux à court ou long terme qui permet aux banques de s'endetter. La plupart des banques se débrouillent elles-mêmes si elles ont besoin de crédit (soit à l'étranger, soit auprès de la banque centrale, soit auprès de la banque mère pour les banques étrangères).

Le dernier indicateur de développement bancaire est le PRIVY. Selon les résultats dans le Tableau 35, l'indicateur PRIVY est de 0,070. Cet indicateur n'est pas statistiquement corrélé avec le taux de croissance du PIB par habitant, car le niveau significatif est de 0,70. L'indicateur PRIVY du Cambodge illustre d'une part, que le système bancaire cambodgien est trop prudent en matière d'octroi de crédit, et d'autre part que le système bancaire cambodgien n'est pas efficace (le crédit ne représente que 7% du PIB, c'est trop bas !). Nous citons plus tard les obstacles et les faiblesses du système bancaire cambodgien.

Donc, les corrélations entre les indicateurs de développement bancaire de nouvelle génération et le taux de croissance du PIB par habitant sont statistiquement corrélés pour seulement deux indicateurs, le BANK et le PRIVATE. Mais économiquement ces deux indicateurs ne reflètent pas le développement bancaire du Cambodge, ils reflètent au contraire les faiblesses et le sous-développement du système bancaire. Nous avons aussi

calculé l'indicateur de *PRIVYmic* en ajoutant la micro-finance (Tableau 36).

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Moyenne
Crédit bancaire aux entreprises et aux PME	108725	640792	555117	716107	1025562	954613	900651	142004	1912159	2167210	1407100	1407100
Crédit bancaire aux entreprises et aux PME	425253	642693	540224	746797	300465	941015	994227	1216466	1612121	2071725		
Crédit bancaire aux PME	24077	24077	47914	74703	19922	47907	2911465	491094	154444	177147		
Crédit bancaire aux PME	417017	1011201	1010143	918117	1010124	988805	1002397	1418136	1104341	1211080		
PME	1027569	12390660	12055093	11705600	12247310	12000000	11000000	14111111	17775515	17775515		
PRIVYmic	0,028	0,067	0,061	0,050	0,042	0,031	0,027	0,025	0,021	0,019	0,015	0,025

Tableau 36. L'indicateur de développement bancaire et la micro-finance (*PRIVYmic*) et le taux de croissance du PIB par habitant.

Source : banque nationale du Cambodge, calculs de l'auteur

Dans le Tableau 36, bien que nous ayons ajouté la micro-finance, le ratio de l'indicateur *PRIVYmic* reste encore petit (0,075). Cela montre que la micro-finance ne représente que 0,5% du PIB, et agit très marginalement dans le financement de l'économie.

Dans la Figure 19 (l'épargne et investissement), le Cambodge présente un déficit énorme de capitaux pour financer les investissements. Ce déficit d'épargne, qui est d'environ 400 millions de dollars, est chaque année couvert par l'épargne extérieure (transferts – emprunts – dons – recours aux investisseurs étrangers) (CG-report, 2005)³⁸⁷

. Cela indique que le système bancaire cambodgien n'a pas encore joué un rôle prépondérant dans le financement de l'économie. Les sources de financement du Cambodge proviennent des aides étrangères qui couvrent chaque année environ 500 millions de dollars (Hang Chuon Naron, 2005)³⁸⁸. Ce montant est presque égal au montant total du crédit bancaire au secteur privé (541,8 millions de dollars en 2005, Tableau 35).

Dans le paragraphe qui suit nous allons étudier les obstacles et les faiblesses du système bancaire cambodgien en matière de crédit, et aussi le cadre juridique et réglementaire qui sont importants pour le développement d'un système financier.

§3. Les obstacles et les faiblesses du système financier cambodgien

Dans ce paragraphe, nous présentons les obstacles qui empêchent les banques d'accorder des crédits à des entreprises privées, ainsi que les problèmes internes aux entreprises elles-mêmes qui empêchent aussi les banques d'octroyer les crédits. Dans un second temps, nous abordons les faiblesses du système bancaire, et du cadre légal et réglementaire.

3.1. Les obstacles du crédit bancaire au développement des PME

Les PME sont le moteur de la croissance économique pour les pays en développement

³⁸⁷ op. cit., p. 24.

³⁸⁸ op. cit., p. 109.

comme le Cambodge, mais pour financer leurs investissements les PME ont besoin de recourir aux crédits bancaires (au Cambodge il n'existe pas des marchés de capitaux). Les PME au Cambodge rencontrent des difficultés pour emprunter, même dans le cadre de projets d'investissement productif à moyen et long terme. Fin 2004, près de 85% de crédits bancaires étaient destinés à des PME³⁸⁹.

3.1.1. La sous-activité de crédit dans l'économie

La sous-activité de crédit (*Under-Lending*) est mesurée par le ratio de l'intermédiation bancaire. Le ratio de l'intermédiation bancaire au Cambodge est l'un des plus bas du monde (11,4% du PIB en 2005)³⁹⁰. Dans les autres pays, les banques octroient des crédits bancaires représentant 5 à 10 fois leur capital, ou avec un taux d'intermédiation plus de 7 fois supérieur à celui du Cambodge. Au Cambodge au contraire, les banques commerciales octroient des crédits inférieurs à l'actif total (représenté par le ratio du crédit sur les capitaux propres ou sur l'actif bancaire total³⁹¹). Ce ratio en 2004 était égal à 5% pour le plus bas et 89% pour le plus élevé, mais la moyenne de l'ensemble des banques ne représentait que 33%³⁹².

Au Cambodge, il n'existe pas encore de marché monétaire dans lequel les instruments financiers à court et long terme sont émis et négociés. Les activités de crédit-bail, les crédits immobiliers, et les crédits hypothécaires (*Consumer Mortgages*) ne sont pas encore pratiqués par les banques. Les banques ont placé ces liquidités à la banque centrale. Certaines agences de banques étrangères placent leurs liquidités sur le marché *off-shore*, ou les transfèrent à leur banque-mère (*head office*), mais ces opérations sont très restreintes par les autorités.

3.1.2. L'absence de crédit de moyen et long terme

Les crédits à court terme sont utilisés principalement comme fonds de roulement, mais les crédits à moyen et long terme se situent dans un objectif d'expansion des activités économiques à travers des achats d'actifs réels. En 2004, sur les crédits totaux octroyés aux PME, 79% du crédit total avait une échéance inférieure ou égale à un an ; 29% entre un an et deux ans ; et seulement 1% avaient une échéance de plus de deux ans (MPDF, 2004)³⁹³.

³⁸⁹ Le rapport du MPDF, 2004.

³⁹⁰ Les calculs de l'auteur, Tableau 35.

³⁹¹ Total de l'actif bancaire = capitaux propres + dépôts bancaires.

³⁹² Le rapport annuel de MPDF, 2004.

³⁹³ op. cit., pp. 18-24.

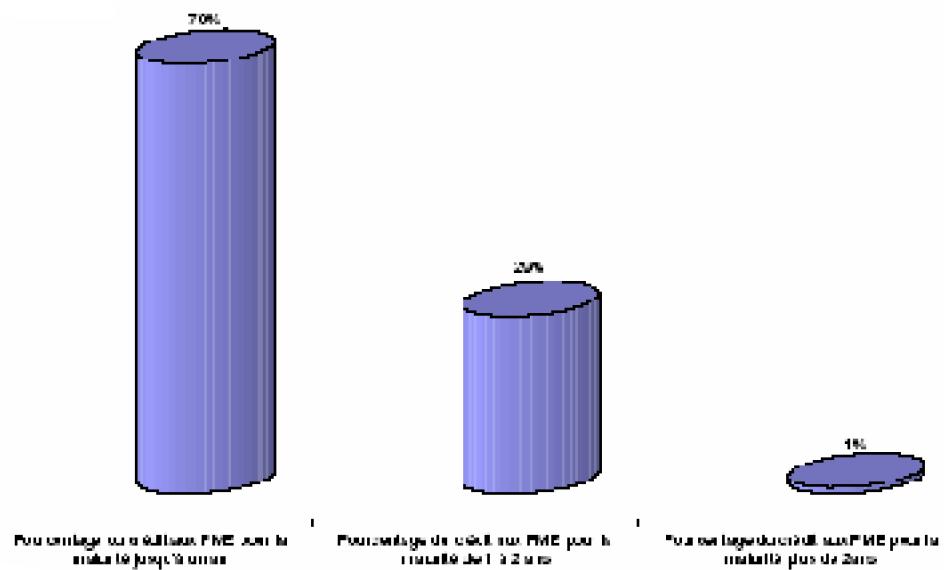


Figure 20. Le poids du crédit bancaire par échéance (en volume)

Source : Mekong Project Development Facility (MPDF), 2004.

La Figure 20 montre l'inefficacité du crédit bancaire au Cambodge, car les crédits bancaires à trop courte durée empêchent la réalisation de projets d'investissement. Les échéances de crédit trop courtes sont donc les principaux obstacles au développement des PME du Cambodge. Mais de l'autre côté, les problèmes peuvent aussi être causés par les PME elles-mêmes, comme disait un gestionnaire d'une banque : « *Loans are intended to finance activities that provide funds for liquidation quickly. Most borrowers are businesses seeking quick turnover* »³⁹⁴. Mais la plupart des PME requièrent des crédits de plus longue durée pour développer leurs activités. Les demandes de long terme sont réduites par les banques à une échéance de 1 ou 2 années. Un autre problème important pour les banques est la situation politique. Les banques diminuent le volume des crédits avant les élections générales, et l'échéance dépasse très rarement le cycle d'élection (le mandat pour le Premier ministre est de 5 ans). Mais la plupart des crédits à court terme (inférieur ou égal à 1 an) sont renouvelés ou prolongés pour 6 mois ou 1 an.

Comme pour leur politique de crédit, les banques au Cambodge demandent des garanties pour garantir leurs crédits, et celles-ci sont généralement des biens immobiliers comme les terrains et les bâtiments (maison). Cette situation reflète le système d'enregistrement des titres de propriété, système qui aboutit à une duplication de propriétaires avec l'existence de faux. Le crédit accordé sans garantie ou avec des garanties mobilières (équipements) reste exceptionnel. Les crédits octroyés sont de 30% à 50% de la valeur des garanties³⁹⁵.

³⁹⁴ Traduction française : « les crédits ont pour objectif de financer les activités qui permettent des remboursements rapides . La plupart des emprunteurs recherchent des activités à profit rapide ».

³⁹⁵ L'auteur est aussi un membre du conseil d'administration d'une banque commerciale, et ce principe est appliqué par toutes les banques commerciales locales au Cambodge.

Ces obstacles du crédit bancaire au développement économique (PME) sont causés par plusieurs faiblesses des systèmes financier, politique et économique. D'autant plus que l'environnement juridique et réglementaire est encore faible pour soutenir le développement bancaire. Dans le paragraphe suivant, nous nous intéressons à ces faiblesses.

3.2. Les faiblesses du système financier cambodgien

Les faiblesses du système bancaire cambodgien sont principalement le manque de cadre réglementaire approprié, un système juridique inefficace et corrompu, la dollarisation et la capacité encore limitée de supervision bancaire par la banque centrale.

3.2.1. L'absence d'un cadre réglementaire et juridique approprié

Le principal obstacle au développement du crédit bancaire au Cambodge est l'absence d'un cadre juridique adéquat pour protéger les intérêts des banques en matière de crédit, qui sont les grandes barrières pour le développement des crédits bancaires. À présent, la loi sur la sécurité des transactions (*Secured Transaction Law*) attend son adoption par l'Assemblé nationale. Cette loi permettra l'enregistrement et la protection des propriétaires immobiliers.

Le système juridique est un obstacle structurel qui entrave le développement du crédit bancaire. Chaque province et municipalité a seulement un tribunal de première instance (*Court of First Instance*). Tous les cas de conflit (civil, pénal ou commercial) sont jugés par ce tribunal. Il existe uniquement une cour d'appel (*Appeals Court*) pour l'ensemble du pays, qui se situe à l'intérieur du ministère de justice. Si le jugement n'est pas satisfaisant, il est possible de faire appel à la Cour Suprême.

La capacité du tribunal à traiter les cas de conflits est donc limitée, surtout au regard du nombre croissant de litiges. Le seul moyen pour accélérer le processus est de payer les fonctionnaires du tribunal pour être en tête de liste (coût pour les banques qui se répercute sur les taux facturés). Les juges ne sont pas compétents en finance et en droit bancaire ; la plupart sont corrompus, ce qui aboutit parfois à des jugements qui ne sont ni justes ni transparents. Pour résoudre ce problème, la création du tribunal de commerce est souhaitable, idéalement un tribunal pour chaque province et municipalité, pour rendre le processus judiciaire plus efficace et plus crédible.

3.2.2. Le manque de compétences des banquiers

Les banquiers cambodgiens ont de fortes lacunes pour analyser les risques associés aux crédits à moyen et long terme. La plupart sont juste capables d'analyses sur les revenus nets (*Net Cash Flows*) qui permettent aux entreprises de payer leurs intérêts et de rembourser le capital. Peu de banquiers analysent le cycle d'opération et les risques encourus, car les garanties sont déjà considérables pour garantir les remboursements bancaires. Le plus important c'est la situation de l'entreprise, c'est-à-dire les équipements qui permettent de faire fonctionner les activités économiques, et non les garanties immobilières.

En outre, les banquiers semblent avoir des difficultés pour fixer le prix du risque de crédit, ce qui entraîne un taux facturé trop élevé et inapproprié par rapport au marché. À présent, il n'existe pas d'approche systémique de fixation des prix sur les risques de crédit. Les banques font une analyse au cas par cas en adoptant la méthode des portefeuilles (*Portfolio Approach*) dans laquelle un intérêt élevé peut absorber les crédits perdus, voire générer des profits élevés. Les succursales des banques étrangères, qui ont une solide expérience en termes d'analyse des risques de crédit, octroient des crédits à des taux d'intérêt inférieurs. Mais ces banques étrangères exerçant des activités de crédit aux entreprises locales sont relativement peu nombreuses. Un taux d'intérêt prêteur élevé pèse sur la profitabilité des entreprises, il est donc difficile d'avoir un plus grand nombre d'entreprises avec un taux de rentabilité plus élevé que le taux d'intérêt pratiqué par les banques.

3.2.3. La limitation des réseaux bancaires et les critères de crédit bancaire

Pour les entreprises, en particulier les PME, il est difficile de contacter les banques dans les provinces et villes où les agences sont peu nombreuses. Celles-ci sont pour la plupart localisées dans la Capital, et dans les principales provinces (Siem Reap). Il est très difficile pour les banques d'octroyer des crédits à une entreprise dans une province où il n'existe pas d'agence pour surveiller les emprunteurs.

Par ailleurs, il y a beaucoup d'entreprises qui ne peuvent pas satisfaire aux critères de crédit des banques. Comme disait un gestionnaire d'une banque : « *Loan demand is strong, but well qualified borrowers are in short supply* »³⁹⁶. Il existe donc deux problèmes : d'une part la nécessité d'assouplir les critères de crédit pour que les entreprises arrivent à les remplir, et d'autre part la possibilité des banques à pratiquer la *due diligence* pour vérifier la situation actuelle des entreprises et surveiller les crédits qu'elles accordent.

Au Cambodge, la plupart des PME exercent leurs activités commerciales en se basant sur du numéraire (cash), et il devient impossible d'avoir un rapport financier fiable. Et les banques ne peuvent pas octroyer de crédits aux entreprises manquant de transparence et de rapport financier précis. En outre, il existe des PME qui publient des rapports financiers, mais ils sont rarement audités par un auditeur indépendant. Une autre difficulté des banques est l'impossibilité de partager entre elles les informations sur les emprunteurs, parce qu'il n'existe pas encore de système d'information partagée sur les crédits (*Credit Information Sharing System*). Cette lacune engendre des problèmes de double ou triple crédits de différentes banques à un seul client (avec la même garantie). Ce système est en train d'être développé par la banque nationale du Cambodge avec l'assistance technique de la banque asiatique de développement.

Nous pouvons conclure que l'expansion des réseaux bancaires, la simplification des critères de crédit bancaire et l'établissement d'un système de partage des informations de crédits seront très utiles pour le développement de crédits bancaires aux entreprises.

³⁹⁶

Traduction française : « la demande de crédit est forte mais les emprunteurs qualifiés sont peu présents ».

Conclusion Section 4

À ce stade, nous pouvons affirmer que les corrélations entre les indicateurs de développement bancaire et le taux de croissance du PIB par habitant sont statistiquement confirmées. Mais cela demeure le cas seulement pour deux indicateurs, le BANK et le PRIVATE. En outre, d'un point de vue économique, ces deux indicateurs ne reflètent pas le bon développement du secteur bancaire Cambodgien, mais au contraire ils reflètent les faiblesses et le sous-développement de celui-ci. Nous pouvons aussi conclure que les indicateurs de développement bancaire développés par Ross Levine (1997)³⁹⁷ ne sont pas suffisamment fiables pour considérer qu'il existe une corrélation positive avec le taux de croissance du PIB pour les pays pauvres ou très pauvres comme le Cambodge.

La non-fiabilité pour le Cambodge résulte principalement du manque d'exactitude des éléments ou composants financiers pris en compte pour calculer les indicateurs, qui ne sont pas cohérents par rapport aux pays en développement ou aux pays développés. Comme le souligne Frederic S Mishkin (1998)³⁹⁸, le niveau de développement financier peut être étudié à travers deux indicateurs, le ratio de la monnaie au sens strict sur le PIB et le ratio de la monnaie au sens large sur le PIB. Le deuxième ratio peut être considéré comme un indicateur de l'utilisation de la monnaie et de ses substituts parfaits comme moyen de paiement. Dans le même temps, les résultats empiriques suggèrent que les moyens de paiement et les réserves de richesse, autres que ceux inclus dans la définition de la monnaie au sens large, peuvent être utilisés de façon active dans les systèmes financiers plus développés.

Pour le Cambodge, le développement bancaire actuel ne peut pas encore totalement expliquer l'évolution de la croissance du PIB. Car les financements de l'économie du Cambodge ne dépendent pas seulement du secteur bancaire, mais proviennent principalement de :

- Les ressources circulant en dehors du système bancaire, hors du contrôle de la banque centrale et des autorités gouvernementales, de gros montants que nous pouvons qualifier de financements informels ;
- Les investissements des organisations non-gouvernementales, ou les associations nationales et internationales. Ces investissements ne sont pas enregistrés ou ne passent pas par le système bancaire, mais ils contribuent aussi à la croissance économique ;
- Les investissements de l'Etat, comme les infrastructures, dont les financements sont versés directement au Trésor public ;
- Les ressources extérieures comme les investissements directs étrangers, qui parfois ne transitent pas par le système bancaire ;

³⁹⁷ op. cit..

³⁹⁸ Mishkin, Frederic S. (1998) *The economics of money, banking and financial markets*, addison wesley, Mass, pp. 16-22.

- Les autres sources d'investissements proviennent des aides étrangères avec un montant équivalent au crédit total bancaire du secteur privé, ce qui est sans relation avec le développement du secteur bancaire.

Le plus important pour étudier les corrélations existantes repose sur l'enregistrement des données. Or celles des systèmes comptables privé ou public ne sont pas précises. Par conséquent, il est difficile de définir le niveau de corrélation entre le développement du système bancaire et la croissance économique du Cambodge. La stabilité politique sur une assez longue période est très importante pour le développement financier et la croissance économique du pays.

En outre, les obstacles et les faiblesses du système bancaire cambodgien sont également issus des faiblesses du cadre légal et du système juridique, c'est-à-dire les défaillances dans l'application des lois et l'absence de lois bancaires. Ces obstacles et ces faiblesses doivent être traité de manière très sérieuse par le gouvernement royal du Cambodge.

Conclusion Chapitre 3

Le travail de pionnier des modèles de croissance endogène développe l'idée selon laquelle les facteurs de la croissance économique, en particulier les progrès techniques, agissent de manière endogène. Les modèles de croissance endogène ont aussi introduit le rôle important des intermédiaires financiers dans le processus de développement des progrès techniques. La présence des intermédiaires financiers dans le processus de développement des progrès techniques facilite les investissements des entreprises dans la recherche et le développement (R&D), qui sont les sources de la croissance économique.

Les modèles de croissance endogène ont fourni plusieurs études sur la corrélation entre le secteur financier et la croissance économique. Les résultats de régressions nous ont montré que les indicateurs du développement bancaire et/ou les indicateurs de développement du marché boursier sont significativement corrélés avec les indicateurs de croissance économique. Nous avons vu également que ces relations sont aussi vérifiées par plusieurs modèles de régressions (Moindres Carrés Ordinaires-MCOet Generalizes-method-of-moments-GMM). Ces résultats nous permettent de conclure que les marchés boursiers et/ou bancaire influencent significativement la croissance économique.

Pour les trois principaux pays de l'ASEAN, les indicateurs de développement bancaire indiquent une corrélation positive avec le taux de croissance du PIB. Cela montre que les secteurs bancaires contribuent généralement positivement à la croissance économique.

Un marché boursier liquide permet aux investisseurs de vendre et d'acheter facilement, ce qui réduit le risque de liquidité. La liquidité sur le marché boursier permet d'allouer des ressources pour investir dans des projets à long terme qui impactent

durablement la croissance économique. Les marchés boursier et bancaire sont les deux offreurs de services financiers à l'économie. Les différents types de services financiers qu'ils fournissent génèrent le développement du secteur des entreprises, donc de la croissance. Parmi les trois principaux pays de l'ASEAN, seule la Thaïlande a un ratio de développement boursier (le ratio du volume d'échanges) positivement corrélé avec le taux de croissance du PIB. Ce ratio montre le degré de liquidité du marché thaïlandais. En général nous pouvons conclure que les marchés boursiers des principaux pays de l'ASEAN n'ont pas encore joué un rôle crucial dans le processus de croissance économique par rapport aux secteurs bancaires.

Pour le cas du Cambodge, où il n'existe pas encore un marché boursier, le système bancaire joue un rôle important dans le financement de l'économie. Malheureusement, le système bancaire cambodgien est sous-développé et il s'appuie sur un système juridique et réglementaire qui ne permet pas au secteur bancaire cambodgien de croître rapidement. Nous avons montré que certains indicateurs de développement bancaire cambodgien sont significativement corrélés au taux de croissance du PIB mais ceci de manière plutôt négative. En effet, les indicateurs ne reflètent pas un bon développement du secteur bancaire, mais au contraire, ils mettent en valeur les lacunes des instruments financiers, du marché interbancaire, du rôle de la banque centrale...

Le système juridique et réglementaire joue clairement un rôle primordial dans le développement du secteur financier et celui du secteur des entreprises. La plupart des pays en développement sont caractérisés par un faible niveau de développement du cadre légal et réglementaire, et aussi une application des lois défaillante. Nous avons vu aussi qu'un cadre légal et réglementaire solide a des impacts positifs sur le développement financier. Il est crucial pour le Cambodge de développer un système juridique et réglementaire efficace, et plus particulièrement d'imposer l'application des lois existantes (l'Etat de droit) et ceci conformément aux normes internationales (*World Best Practices*).

Un autre problème évoqué est celui de l'origine du système juridique. En effet, l'application des lois sera plus ou moins facile en fonction de l'origine du système juridique. Le système français présente des difficultés en matière de développement du système juridique et aussi en matière d'application des lois. Car dans le système d'origine française, l'application des lois n'offre pas de flexibilité, et les sources de droits sont aussi compliquées. Actuellement le Cambodge a tendance à se tourner vers le système anglo-saxon, en particulier dans les activités économiques et commerciales.

Conclusion générale

Depuis le travail de documentation de Goldsmith (1969) sur la relation entre le développement financier et la croissance économique, les chercheurs ont accompli des progrès importants. Des études théoriques rigoureuses ont soigneusement mis en lumière de nombreux canaux, par lesquels l'émergence des marchés financiers et des institutions financières influence le développement économique. Un volume croissant d'analyses empiriques, y compris des enquêtes au niveau des entreprises, des études de cas de pays, des analyses comparatives de plusieurs pays, démontrent l'existence d'un lien positif et étroit entre le fonctionnement du système financier et la croissance à long terme. Au regard de ces théories et travaux, il est difficile de conclure que le système financier réagit simplement et automatiquement à l'industrialisation et à l'activité économique, ou que le développement financier s'ajoute, de manière incohérente, au processus de la croissance économique. Nous croyons qu'il ne sera possible d'avoir une compréhension suffisante de la croissance économique à long terme, qu'en comprenant, avant tout, l'évolution et le fonctionnement des systèmes financiers. Cette affirmation est loin d'être sûre, ce qui justifie la problématique de la thèse, laquelle consiste à comprendre les différentes relations entre le système financier et la croissance, et ensuite d'analyser l'interaction entre le développement du système financier et l'évolution de la croissance économique dans le cas général, celui des principaux pays de l'ASEAN, puis le Cambodge.

Afin de mener cette analyse, nous avons évoqué dans l'introduction générale la diversité des systèmes financiers fondés aussi bien sur les banques que sur les marchés financiers. Nous avons montré ainsi dans l'Introduction générale le rôle clé et primordial

que peuvent jouer les intermédiaires financiers dans l'évolution de la croissance, en produisant des informations, en traitant le problème de l'asymétrie d'information, de l'assurance de liquidité, de l'anticipation de formation de revenu des entreprises, et qu'en leur absence, la croissance sera fortement entravée et moins élevée. Nous avons aussi montré les différents systèmes financiers et leurs mécanismes d'impact sur la croissance économique et les problèmes que posent l'efficacité des systèmes financiers, ceux-ci pouvant aussi bien être basé sur les marchés boursiers (les Etats-Unis, la Grande-Bretagne) que sur les banques (le Japon, la France, l'Allemagne).

Encore plus intéressante de notre point de vue, est l'étude plus précise sur l'importance du secteur financier dans le processus de croissance économique par les auteurs des modèles de croissance endogène. Comme nous l'avons vu dans l'introduction générale, la recherche et développement (R&D) joue un rôle clé dans le processus de création du progrès technique, moteur de la croissance économique. Partant de cette idée, les modèles de croissance endogène ont endogénéisé le progrès technique en lui donnant un rôle influent sur le système financier dans le processus d'allocation des ressources pour réaliser des investissements dans les domaines de la recherche et développement (R&D).

Avant de mener des études empiriques sur les relations entre le développement financier et la croissance économique, nous avons abordé les systèmes financiers des pays de l'ASEAN dans le chapitre 1. Les systèmes financiers des principaux pays de l'ASEAN (les 5 pays plus avancés) sont généralement caractérisés par la domination des banques dans le financement de l'économie. Mais le système financier singapourien est dominé par les banques étrangères, contrairement aux autres principaux pays de l'ASEAN, où ce sont les banques locales qui dominent. Leurs marchés financiers sont aussi beaucoup plus évolués, en particulier à Singapour et en Malaisie, mais ces marchés jouent encore un rôle secondaire après le financement bancaire. Pourtant, la forte concentration des banques et l'augmentation progressive des capitalisations boursières ont été réalisées grâce au succès de la politique de libéralisation financière favorable menée par ces pays depuis le milieu des années 1970. Cette libéralisation financière permet aux banques et aux marchés financiers de s'ouvrir aux investisseurs étrangers, renforçant ainsi la capacité des banques locales, et aussi de moderniser les marchés financiers (services financiers et infrastructures financières).

Dans le chapitre 1, nous avons évoqué les systèmes financiers des 5 pays les moins avancés de l'ASEAN (ASEAN-5), parmi lesquels seul Brunei n'a pas traversé une période d'économie planifiée. Brunei a un système financier moins développé, mais son économie et son revenu par habitant sont très élevés grâce aux ressources naturelles en pétrole et gaz. Les pays de l'ASEAN-5 sont principalement caractérisés par des systèmes bancaires sous-développés et l'inexistence ou l'inactivité des marchés financiers. Les systèmes financiers des pays de l'ASEAN-5 viennent de transformer des systèmes de type mono-bancaire en systèmes bancaires à deux niveaux. En outre, ces systèmes financiers sont aussi caractérisés par la dollarisation, et la faiblesse de la supervision bancaire des banques centrales. Le système bancaire brunéien est, quant à lui, supervisé par une division du ministère des finances, puisqu'il n'existe pas de banque centrale.

La crise financière asiatique de 1997 a peu touché les pays de l'ASEAN-5, car les

systèmes financiers sous-développés de ces pays sont peu ou pas du tout intégrés dans le système financier international. Ceci contrairement aux principaux pays de l'ASEAN, en particulier les trois pays de niveau intermédiaire (la Thaïlande, l'Indonésie, la Malaisie), où les systèmes financiers fragiles, étant plus intégrés dans le système financier international, furent plus touchés par la crise. Nous avons présenté aussi les programmes de réformes financières menées par ces trois pays en coopération avec les institutions financières internationales (le FMI et la banque mondiale). Les réformes ont essentiellement concerné l'aspect législatif et réglementaire, en particulier la supervision bancaire, les flux de capitaux, les problèmes de crédits non-performants et la restructuration des banques en difficulté par voie de recapitalisation ou par voie de nationalisation. Les marchés financiers ont aussi été réformés pour éliminer les entraves au développement des marchés boursiers, en favorisant la diversification des entreprises émettrices et des acteurs des marchés.

Dans le chapitre 2, nous avons vu le système financier cambodgien, sa transformation d'un système mono-bancaire en un système bancaire à deux niveaux, officiellement jusqu'en 1996. L'économie du Cambodge est aussi passée d'une économie centralisée à une économie de marché. Ces événements montrent que le système d'économie de marché et le système bancaire à deux niveaux du Cambodge sont encore très jeunes. Cette jeunesse se reflète par le sous-développement du système bancaire. Comme la plupart des pays les moins avancés de l'ASEAN, le système bancaire cambodgien est aussi marqué par un phénomène de dollarisation élevée.

Au Cambodge, il n'existe pas de marchés de capitaux, le financement de l'économie se fait à travers le système bancaire. Le système bancaire cambodgien actuel est dominé par les banques locales. Il existe quelques grandes banques qui dominent le marché du crédit bancaire. Mais le marché bancaire reste encore difficile d'accès pour les petites et moyennes entreprises. Ceci principalement du fait de la faiblesse du système juridique et réglementaire, et des lacunes du système comptable. Les crédits sont octroyés en se basant sur les garanties (30% à 50% de leur valeur). En dehors du financement bancaire, le Cambodge présente un système de micro-finance pour assurer des micro-crédits aux agriculteurs et petits commerçants dans les zones rurales. Il est important de noter ici qu'il existe d'autres sources de financement pour le Cambodge, comme les aides étrangères qui atteignent le même niveau de financement que le crédit bancaire. Ces financements se font par le biais des ONG, des associations et agences internationales de développement des pays donateurs (comme l'AFD, USAID, AUSAID, et le KFW etc.), et aussi par le gouvernement cambodgien.

Pour apporter un peu d'optimisme, nous avons constaté que les crédits bancaires au Cambodge ont augmenté de presque 500% entre 1996 et 2005. Cela souligne le développement financier important durant ces 10 années de réformes. Toutefois le montant des encours des crédits reste encore très petit avec environ 500 millions de dollars en 2005. Comme l'économie cambodgienne est quasiment dollarisée, la plupart des crédits octroyés le sont en dollars. Actuellement, dans un système bancaire fortement dollarisé comme le Cambodge, la politique monétaire menée par la banque centrale est quasiment inefficace. En plus dans ce contexte, la banque centrale joue un rôle minime dans le système bancaire. Par exemple, le taux d'intérêt en riers n'a quasiment aucun

impact sur les comportements des ménages et des entreprises. Par contre, le taux d'intérêt en dollars a des impacts sur les comportements, mais il est exogène et suit le mouvement des taux internationaux. Ainsi, la politique de change n'a aucun effet sur l'économie, en particulier sur les importations et les exportations. La dollarisation entraîne en plus la perte de la réserve internationale en dollars, qui circule sur le marché. Il est donc clair que le gouvernement royal doit considérer le problème de la dollarisation et prendre progressivement des mesures qui aboutiront à une dé-dollarisation.

Le gouvernement a adopté un programme de développement financier pour la période 2001-2010, programme qui porte sur le développement du système bancaire, le secteur de l'assurance, le système des retraites et de sécurité sociale, ainsi qu'un programme de création d'un marché boursier, un marché obligataire et aussi marché interbancaire. Mais jusqu'à maintenant, la mise en place de ce programme semble ralentir, en raison des problèmes dans l'adoption des lois, puis dans leur application.

Dans cette thèse, en particulier dans le chapitre 3, nous avons essayé de mener des études empiriques sur les relations de corrélation entre le développement financier (les indicateurs de développement financier) et la croissance économique (le taux de croissance du PIB par habitant). Avant de présenter le cas du Cambodge nous avons étudié le cas général. Comme nous l'avons vu, dans leur étude portant sur 80 pays sur la période de 1960 à 1989, King et Levine (1993) cherchaient à savoir si le degré de développement bancaire est un indicateur de croissance économique à long terme, d'accumulation du capital et de croissance de la productivité, en prenant systématiquement en compte d'autres facteurs affectant la croissance à long terme. L'étude a montré qu'il existe une relation positive forte entre les indicateurs de développement bancaire (DEPTH, BANK, PRIVATE, PRIVY) et les indicateurs de croissance (les taux réels de la croissance à long terme par habitant, l'accumulation du capital social par personne et la croissance totale de productivité). L'étude de Ross Levine (1993) a montré qu'un secteur financier fortement développé en 1960 annonçait une forte croissance économique, l'accumulation du capital et des améliorations de la productivité pour les 30 années suivantes.

Les marchés boursiers sont l'une des composantes du système financier qui offre des services financiers (la liquidité des marchés boursiers) à l'économie. En facilitant les investissements à long terme, les marchés liquides améliorent l'allocation des capitaux et renforcent les perspectives de croissance durable. Pour évaluer la relation entre la liquidité des marchés boursiers et le taux de croissance du PIB, nous utilisons l'étude de Ross Levine et Sara Zervos (1996) fondée sur le travail de Raymonde Atje et Jovanovic (1993) qui s'attache à mesurer la liquidité sur 49 pays pour la période 1976-1993. Ils ont montré que le niveau initial de la liquidité du marché boursier mesuré, soit par le ratio du volume d'échanges, soit par le ratio de la valeur échangée, est un indice statistiquement significatif de la croissance économique, de l'accumulation du capital et de la croissance de la productivité pour les 18 années suivantes. Les pays dont les marchés étaient les plus liquides en 1976 sont ceux qui ont connu la croissance la plus rapide entre 1976 et 1993.

Après ces études, nous pouvons affirmer que les marchés boursiers liquides encouragent une certaine « myopie » des investisseurs. Puisque les investisseurs

mécontents peuvent vendre rapidement, ils risquent de relâcher leur attention et, partant, le contrôle des sociétés cotées dont ils surveillent la gestion, les résultats et les perspectives. Un marché boursier trop liquide peut, dans ces conditions, porter préjudice à la croissance. Cependant, il semble bien que la liquidité du marché boursier stimule ou tout au moins précède la croissance. Donc, les marchés boursiers ne sont pas de simples « Casino », n'ayant pas d'effet sur la croissance.

Nous avons abordé aussi le rôle du cadre légal et réglementaire dans le développement financier. Ross Levine (1999) a montré que le développement du cadre légal et réglementaire, en particulier les droits des créanciers et le système comptable, sont positivement corrélés au développement financier, et que ce dernier a des impacts sur la croissance économique.

En se basant sur les études empiriques du cas général, nous avons mené une étude sur le cas des principaux pays de l'ASEAN. Dans notre étude, nous avons montré que les trois principaux pays étudiés de l'ASEAN (la Malaisie, l'Indonésie, et la Thaïlande), ont trois indicateurs de développement bancaire (DEPTH, BANK et PRIVATE) positivement corrélés avec le taux de croissance du PIB par habitant. Pour les deux indicateurs de développement boursier, seule la Thaïlande a un indicateur de développement boursier (le ratio du volume d'échanges exprime le niveau de liquidité) corrélé avec la croissance. Le résultat de cette étude empirique indique que les trois principaux pays de l'ASEAN ont des systèmes bancaires dominant largement le financement de l'économie. Les marchés boursiers restent encore non-liquides et leur taille est encore petite comparativement aux marchés bancaires. Notons aussi que les marchés boursiers sont concentrés sur une dizaine de grandes entreprises émettrices.

Pour le cas du Cambodge, notre étude a montré que les indicateurs que nous avons pris pour faire cette étude ne reflètent pas la situation réelle du développement financier. C'est le sous-développement du secteur financier qui rend les valeurs des indicateurs plus significatives. En conséquence, il est difficile de dire à ce stade si les corrélations entre les indicateurs de développement bancaire et le taux de croissance du PIB par habitant sont statistiquement fiables et dénotent une corrélation positive (l'indicateur BANK et PRIVATE). Nous pouvons aussi conclure que les indicateurs de développement bancaire développés par Ross Levine (1997) ne sont pas incontestables pour évaluer une relation entre le développement financier et la croissance du PIB pour les pays pauvres ou très pauvres comme le Cambodge. En 2005, la valeur du degré de monétisation M2 divisé par le PIB était très petite, 0,24 ou 24% (pour les pays en développement, ce ratio est au niveau de 0,45 à 0,7), ainsi que celle de l'indicateur PRIVY (crédit au secteur privé/PIB), 0,11 ou 11% (pour les pays en développement, ce ratio est de l'ordre 0,5 à 0,8). Cela indique le sous-développement du secteur bancaire du Cambodge.

Ainsi, au terme de ce travail, nous enrichissons la théorie sur le fait que le développement du secteur financier a un effet réel positif sur la croissance économique. Il apparaît de plus en plus toutefois que les marchés boursiers ne sont pas de simples casinos où les joueurs viennent placer leurs paris. Ils offrent à l'économie non financière des services indispensables au développement à long terme. La capacité d'échanger des titres facilement peut favoriser l'investissement, encourager l'allocation efficace du capital et stimuler la croissance à long terme. Tout semble indiquer, par ailleurs, que la liquidité

du marché boursier encourage l'investissement des sociétés, même si celui-ci est financé en grande partie par les bénéfices non distribués, les prêts bancaires et le marché obligataire, et non par l'émission d'actions. Les autorités doivent réduire les obstacles au développement du marché boursier.

Le débat actuel porte sur l'opposition entre le système basé sur le secteur bancaire et le système basé sur le marché des valeurs. Cependant, certains résultats globaux et relatifs aux entreprises indiquent que cette dichotomie est inexacte. Les données indiquent que la liquidité des marchés boursiers (mesurée par le volume d'échanges rapporté au PIB et à la capitalisation boursière) et le niveau de développement bancaire (mesuré par le crédit des banques aux entreprises privées rapporté au PIB) sont tous les deux des indices de la croissance économique pour les décennies suivantes (Levine et Zervos 1996). Aussi, il n'est pas question de choisir entre les banques et les marchés boursiers, car les indicateurs du développement bancaire et ceux du développement boursier prédisent tous les deux la croissance économique.

Ross Levine (1996) a mis en évidence un lien direct entre l'expansion du marché boursier, le développement du secteur bancaire et la croissance. L'étude sur 38 pays affirmait que les pays aux marchés boursiers liquides et au secteur bancaire développé ont connu une croissance beaucoup plus rapide que ceux ayant à la fois des marchés non liquides et un secteur bancaire sous-développé. Il n'y a pas lieu d'opposer le développement des marchés boursiers à celui du secteur bancaire ; l'un ou l'autre suffit à annoncer une croissance économique soutenue.

Les crises sont inévitables. Tant qu'il y aura des marchés financiers, il y aura des cycles d'expansion et de récession. Mais la vulnérabilité aux crises peut être limitée. Il faut améliorer l'information pour qu'il soit possible de suivre l'évolution de la situation et d'agir en temps opportun. Le secteur financier joue un rôle crucial dans tous les cycles d'expansion-récession, dans les pays industrialisés comme dans les pays en développement. Il est essentiel que des procédures prudentielles et de contrôle appropriées soient mises en place et que les banques soient en mesure d'évaluer les risques. Aussi les réformes des secteurs financiers sont-elles extrêmement importantes.

À la différence des marchés d'actions, les marchés obligataires sont restés dans l'ensemble très étroits en Asie du Sud-Est. Plusieurs obstacles ont jusqu'à présent empêché un développement plus net du marché obligataire : *Premièrement*, la faiblesse des déficits publics (voire même les situations d'excédent) a empêché le développement d'un marché de titres de la dette publique. *Deuxièmement*, les contraintes réglementaires sont nombreuses. À l'émission, les obligations sont parfois vendues (à des niveaux de taux inférieurs aux conditions du marché) à des institutions financières tenues de les conserver en portefeuille pour satisfaire à des normes de liquidité ou à des coefficients de réserve obligatoires (la Malaisie, la Thaïlande). Un certain nombre de restrictions et de limitations entravent également le recours au marché de la part des émetteurs privés (Malaisie, Thaïlande). La demande potentielle de titres par les investissements domestiques est également limitée, soit par des considérations prudentielles pour les institutions financières (dans tous les pays de l'ASEAN), soit en raison du niveau très élevé de la valeur nominale des titres pour les particuliers. *Et troisièmement*, l'infrastructure générale a été jusqu'ici dans l'ensemble peu propice à un développement

plus accentué du marché obligataire (faiblesse du système de compensation et de règlement, peu de possibilités de couverture du fait de l'absence de marchés de produits dérivés dans certains cas, rareté des agences de « rating », etc.).

Le plus urgent pour la région est de bâtir un système bancaire solide en consolidant les réglementations et les contrôles, en prévoyant des voies de sortie satisfaisantes pour les banques fragiles, et en réglant le problème des systèmes bancaires d'Etat dans les anciennes économies planifiées et en Indonésie. Les marchés financiers seront appelés à jouer un rôle croissant, notamment dans la gestion des risques, à mesure de la mutation conduisant de l'entreprise familiale à la société cotée en bourse. Les marchés d'actions sont déjà importants dans la région, mais les marchés des obligations sont encore petits et moins liquides. Cependant, les pouvoirs publics de ces pays ont annoncé dans la période récente leur volonté de développer les marchés obligataires domestiques, notamment afin de financer certains projets d'infrastructure (en Malaisie et en Thaïlande) et pour éviter d'avoir à recourir aux sources de financements externes. En plus dans le contexte de coopération des pays de l'ASEAN + 3, on a lancé un programme de développement du marché des obligations asiatiques (*Asian Bond Market Development*).

Le Cambodge entreprend de remédier aux problèmes structurels de fond de son économie, mais des efforts supplémentaires s'imposent pour retrouver la croissance plus rapide des années récentes. La plupart des économies de la région sont en voie de stabilisation et ont intensifié leurs efforts de réforme et de relance. Étant donné les projections de baisse des apports d'investissement extérieur à l'ensemble de la région et de la demande régionale d'exportations dans l'avenir immédiat, le Cambodge ne peut pas se permettre de rester à la traîne.

Le sentiment de stabilité politique accrue qui existe à présent au Cambodge, de même que le regain récent de confiance des investisseurs et du soutien international est encourageant, mais les faiblesses sous-jacentes n'en doivent pas moins être corrigées. Il est essentiel de parvenir à un équilibre budgétaire durable en améliorant la mobilisation des recettes, notamment dans le secteur forestier, en renforçant l'administration, y compris celle de l'impôt, en éliminant une partie des nombreuses exonérations fiscales, et en améliorant la justification de l'emploi des fonds et la transparence de la gestion économique.

Le Cambodge doit aussi accroître son efficacité dans l'allocation des ressources et son efficacité technique en majorant la part des dépenses consacrée à la santé, à l'enseignement et au développement rural. Le secteur bancaire cambodgien en est encore à ses débuts, et il reste beaucoup à faire pour édifier un système financier assez robuste pour soutenir un développement fondé sur l'économie de marché, ce qui nécessite notamment la mise en place d'un cadre réglementaire et prudentiel, de même que des structures de contrôle, solides et transparentes. De grandes réformes sont nécessaires à plus long terme afin d'améliorer la compétitivité de l'économie, surtout compte tenu de sa dollarisation très poussée.

Inévitablement, le développement du Cambodge dépendra dans une large mesure du redressement des économies régionales de plus grande taille. Il est néanmoins possible d'atténuer fortement les effets défavorables des menaces extérieures en menant des politiques intérieures appropriées, en renforçant le secteur financier et en augmentant la

capacité de gestion économique et de réaction aux chocs extérieurs.

Sans aucun doute, le système financier est façonné par des développements non financiers. Les changements dans les télécommunications, dans l'informatique, dans les politiques de secteurs non financiers, dans les institutions et dans la croissance économique elle-même, influencent la qualité des services financiers et la structure du système financier. Le progrès technologique réduit le coût des transactions et influence les accords financiers (Merton 1992)³⁹⁹. Les politiques monétaire et budgétaire influencent la taxation des intermédiaires financiers et la prestation des services financiers (Bencivenga, B. Smith, 1992⁴⁰⁰ ; Roubini et Salai-Martin, 1995⁴⁰¹). Le système juridique agit sur le système financier (Ross Levine 1999)⁴⁰² ; les changements politiques et les institutions nationales modifient sensiblement le développement financier (Haber, 1996)⁴⁰³.

Nous évoquons ici une réflexion sur la perspective d'avenir des systèmes financiers des pays en développement. Il existe trois modèles qui se sont affrontés ou ont coexisté dans les dernières années dans les pays en développement. La faillite des systèmes de crédit dirigé dans un contexte ou non d'économie planifiée, comme la crise qui est survenue dans les systèmes asiatiques (« système de patrimonial-relationnel ») pourraient laisser penser que le système de marché de type anglo-saxon est maintenant le modèle de référence.

Les systèmes financiers des pays en développement ont en commun d'avoir à fonctionner dans des contextes de fragilité institutionnelle et politique, de qualification modeste des personnels, de faible profondeur du tissu industriel et financier dans lequel prévalent des relations personnelles, familiales et politiques denses ; faute de procédure anonyme fiable, la relation de confiance dans les affaires joue un rôle déterminant et ralenti, voire interdit, les relations de marché ou de libre concurrence. Ce qui varie profondément entre pays, en revanche, reste le niveau des taux d'épargne et le dynamisme de la croissance du secteur des entreprises. Il existe différentes catégories de système financier dans les pays en développement et ils sont en train de se transformer vers un système financier efficace et adapté à leur contexte.

La transition des systèmes bancaires socialistes va s'étaler sur un grand nombre

³⁹⁹ Merton, Robert C. (1992) « Financial Innovation and Economic Performance », *Journal of Applied Corporate Finance*, winter, Vol. 4, N.^o 4, pp. 12-22.

⁴⁰⁰ Bencivenga, Valerie R. and Smith, Bruce D. (1992) « Deficits, Inflation, and the Banking System in Developing Countries : The Optimal Degree of Financial Repression », *Oxford Economic Papers*, Oct., Vol. 44, N.^o 4, pp. 767-790.

⁴⁰¹ Roubini, Nouriel and Martin, Xavier Sala-i- (1995) « A Growth Model of Inflation, Tax Evasion, and Financial Repression », *Journal of Monetary Economics*, Apr., Vol. 35, N.^o 2, pp. 275-301.

⁴⁰² op. cit..

⁴⁰³ Haber, Stephen H. (1996) « Capital Immobilities and Industrial Development : A Comparative Study of Brazil, Mexico, and the United States, 1840-1930 », *Stanford U. Mimeo* ; recité dans Levine, Ross (1997, op. cit.).

d'années : la complexité de la restructuration du système bancaire chinois, vietnamien, et aussi cambodgien, ou encore de nombreuses anciennes républiques soviétiques, va continuer à focaliser les attentions sur une gamme de problèmes difficiles qui allient restructuration institutionnelle et redressement financier. Cette restructuration radicale exige une intervention profonde de l'État, et oblige à conserver des canaux de crédit publics. Ce sera l'occasion de développer des instruments financiers adaptés aux conditions locales.

En second lieu, dans de nombreux pays en développement à économie libérale ou semi-libérale, les systèmes financiers sont fortement caractérisés par (i) la faiblesse des marchés obligataires et le quasi-monopole des banques dans l'intermédiation financière (ii) l'importance des garanties réelles dans les critères d'allocation du crédit par les banques (iii) le caractère déterminant des relations de groupe à l'intérieur de conglomérats unissant banques et entreprises, ainsi que des relations personnelles, familiales ou autres, entre le secteur privé et les autorités théoriquement régulatrices (État, banque centrale etc.) (iv) la faiblesse des structures de crédit dirigées vers les agriculteurs, les petites et moyennes entreprises et les pauvres, envers lesquels fonctionnent des systèmes informels à l'efficacité variable. Les crises asiatiques et latino-américaines ont reflété les faiblesses de ces systèmes, et de nombreux pays ont lancé des réformes profondes qui les font évoluer vers un système de marché. Il paraît donc utile de rechercher dans la « modernisation » des méthodes d'allocation du crédit et une meilleure application des lois.

Les systèmes de marché ne peuvent résoudre les problèmes de financement des pays en développement : le financement à long et très long terme ne pourra être assuré par des mécanismes purement de marché, y compris les marchés obligataires (le développement du marché obligataire est souhaitable, et plus stable). Compte tenu des risques politiques et techniques ainsi que des problèmes institutionnels internes des pays en développement dans la collecte de l'épargne locale ou internationale, et de la priorité absolue qui doit être donnée aux petites entreprises et aux agriculteurs, dans un contexte de grande pauvreté et de faible développement de structures productives, on se doit d'exiger des mécanismes d'intervention publique plus profonds par rapport aux pays développés.

Annexes

RANK	DEPTH	RANK	PRIVATE	PERV	AUTOSTAT	MANAGERS	SECURITI	COMBINA	AMOUNT
Brunei	6,02	2,94	2,02	340	1	1	1	2,11	12,09
Canada	6,04	3,94	0,19	345	1	1	1	2,09	24,00
Chine, Rép.								2,02	49,00
Inde	6,47	3,67	0,19	3,11	0	0	1	2,11	17,00
Indon	6,19	2,71	1,01	3,29	1	1	1	2,09	
Iran	6,61	3,84	1,41	3,41	0	0	1	2,04	34,00
Israël	6,28	3,75	0,59	3,19	0	0	1	2,08	73,00
Malaisie	6,01	3,94	0,73	3,03	0	0	1	2,13	70,00
Monténégro	6,2	3,85	0,59	3,23	0	0	1	2,22	10,00
Mystique	6,13	2,94	0,11	3,15	0	0	1	2,18	
Népal	6,47	3,84	0,17	3,26	0	0	1	2,07	11,00
Nigéria	6,92			3,03	0	0	1	2,09	10,00
Algérie du sud	6,58	3,92	1,14	3,22	1	0	1	2,17	34,00
Thaïlande	6,24	3,87	0,93	3,43	0	0	1	2,07	
Yémen	6,93			3,11	0	0	1	2,05	13,00
Brésil	6,01	2,93	2,05	3,09	1	1	1	2,09	71,00
Indonésie	6,24	3,81	0,01	3,13	0	0	1	2,04	22
Malte (Angleterre)	6,26	3,85	0,05	3,27	4,19	8,21	8,24	2,53	89,92
Argentine	6,18	3,66	0,19	3,13	1	1	1	2,01	17,00
Brésil	6,22	3,87	1,49	3,21	0	1	1	2,06	21,00
Brésil	6,21	3,81	1,21	3,01	1	1	1	2,13	14,00
Chili	6,17	3,67	0,73	3,08	1	1	1	2,03	13,00
Corée du Sud	6,11	3,87	0,73	3,01	1	0	1	2,10	9,00
Equateur	6,21			3,17	0	0	1	2,18	
Grèce	6,24	3,86	1,19	3,23	0	1	1	2,06	24,00
Grèce	6,26	3,84	0,59	3,25	0	1	1	2,03	8,00
France	6,18	2,93	0,91	3,11	1	0	1	2,19	97,00
Grèce	6,19	3,85	0,17	3,15	1	0	1	2,07	15,00
Indonésie	6,21	3,89	0,16	3,16	0	1	1	2,10	
Italie	6,19			3,22	1	1	1	2,11	32,00
Malaisie	6,15	3,86	0,76	3,13	1	1	1	2,15	
Perse (Iran)	6,23	3,81	0,03	3,08	1	1	1	2,08	14,00
Perse	6,12	3,87	0,78	3,09	1	1	1	2,06	13,00
Philippines	6,22	3,73	0,56	3,22	1	1	1	2,03	9,00
Portugal	6,04	3,71	1,19	3,46	1	1	1	2,27	20,00
Portugal	6,24	3,89	0,26	3,11	1	1	1	2,10	11,00
Chypre	6,23	3,85	0,59	3,28	1	0	1	2,19	21,00
Thaïlande	6,14	3,84	0,77	3,14	0	1	1	2,13	40,00
Malte (Tranquille)	6,22	3,87	0,09	3,23	6,74	8,73	8,45	2,02	51,17
Allemagne	6,14	3,85	0,19	3,58	0	1	1	2,08	54,00
Colombie	3,23	3,93	2,94	1,25	1	1	1	2,28	31,00
Malaisie	6,23	3,91	0,73	3,03	0	1	1	2,17	45,00
Indonésie	6,23	3,81	0,03	3,08	1	1	1	2,15	
Indonésie	6,12	3,87	0,78	3,09	1	0	1	2,06	13,00
Corée du Sud	6,27	3,77	0,14	3,44	0	0	1	2,21	32,00
Thaïlande	6,27	3,85	0,78	3,14	0	1	1	2,13	32,00
Malte (Tranquille)	6,22	3,82	0,78	3,05	6,71	8,67	8,47	2,07	51,67
Chypre	6,21			3,12	0	1	1	2,21	32,00
Colombie	6,44	3,82	1,04	3,55	1	1	1	2,15	71,00
Colombie	6,22	3,89	0,52	3,46	1	1	1	2,21	74,00
Colombie	6,23	3,83	0,78	3,13	1	1	1	2,18	31,00
Malte (Tranquille)	6,24	3,90	0,01	3,17	6,74	1	1	2,44	71,00

Source : *John Lenton, « Law, Finance, and Economic Growth », Journal of Financial Intermediation, 1999.*
 Note : AUTOSTAT = si la compagnie dépasse les seuils de l'assurance-vie et prévention de l'assurance, et 0,0 dans le cas contraire. MINIMUM = si les compagnies dépasse le seuil de l'assurance-vie et prévention de l'assurance, et 0 dans le cas contraire. FPT/PTD = si les compagnies dépasse dans le seuil de l'assurance-vie et prévention de l'assurance. C'est dans le cas contraire, l'assurance-vie et prévention, changeant dans les deux cas, PFT/PTD = 1 dans le cas contraire, PFT/PTD = 0 dans le cas contraire. COMBINA = si la compagnie dépasse au moins deux seuils (assurance-vie, prévention, et l'assurance).

Annexe-tableau 1. Environnement légal et développement financier

	1990	1991	1992	1993	1994	2001	2002	2003	2004	2005*
Dépôts en banque										
Indonésie	521,680,0	29,548,60	29,264,0	34,762,0	40,651,0	51,582,0	48,451,0	30,594,0	30,510,0	42,030,0
Comptoir d'Espagne	31,850,0	8,38800	0,720,0	1,647,0	5,008,0	18,682,0	26,735,0	41,170,0	40,160,0	17,230,0
Indonésie	40,02,0	0,920,0	10,327,0	21,800,0	40,080,0	30,802,0	40,011,0	40,076,0	40,079,0	46,370,0
Portugal										
Portugal	40,000,0	40,000,0	40,000,0	40,000,0	40,000,0	40,000,0	40,000,0	40,000,0	40,000,0	40,000,0
Dépôts en banque										
Thaïlande	759,494,0	700,990,0	788,178,0	367,765,0	457,279,0	49,727,0	525,444,0	587,720,0	792,366,0	54,705,0
Comptoir d'Espagne	251,614,0	525,114,0	280,124,0	414,078,0	517,158,0	855,577,0	564,114,0	1,087,339,0	1,415,077,0	1,588,685,0
Indonésie	181,260,0	202,355,0	179,715,0	216,039,0	425,586,0	855,887,0	565,428,0	770,115,0	881,544,0	1,706,347,0
Portugal	3,154,0	3,072,0	3,073,0	3,224,0	1,141,0	3,082,0	3,122,0	2,300,0	45,310,0	37,822,0
Total	731,613,0	803,890,0	841,761,0	1,073,824,0	1,281,185,0	1,628,500,0	2,116,750,0	2,887,001,0	3,187,333,0	3,583,880,0
TOTAL	771,630,0	874,940,0	861,460,0	1,151,170,0	1,436,721,0	1,734,948,0	2,241,456,0	2,800,766,0	3,227,788,0	3,544,731,0

* Tous données à la fin du 3^e trimestre 2005

Annexe-tableau 2. Le développement des dépôts bancaires (en million de rielis)

Source : BNC, 3e trimestre 2005.

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006*
Agro-industrie	21,007,0	22,729,0	26,657,0	30,710,0	28,687,0	28,971,0	30,200,0	25,547,0	6,677,0	7,150,0	
Industrie	54,006,0	111,461,0	120,054,0	163,215,0	195,383,0	227,425,0	188,204,0	187,555,0		269,81	21,90,0
Commerce extérieur											
Construction	10,066,0	25,529,0	19,416,0	21,168,0	21,215,0	24,577,0	35,386,0	85,154,0	9,072,0	11,942,0	
Commerce de gros et de détail	152,089,0	185,771,0	180,592,0	182,438,0	205,231,0	186,192,0	208,362,0	225,684,0		200,000,0	40,000,0
Expéditions	32,002,0	64,229,0	60,000,0	60,000,0	27,040,0	60,000,0	62,280,0	177,470,0	188,42	347,13	
Importations	41,819,0	51,274,0	60,302,0	40,261,0	50,071,0	44,451,0	111,170,0	91,300,0	49,000,0	15,000,0	
Finance	11,562,0	7,369,0	9,157,0	8,770,0	15,129,0	12,697,0	51,357,0	92,160,0	70,000,0	9,000,0	
Immobilier et infrastructures	12,888,0	8,521,0	28,752,0	30,248,0	57,985,0	62,095,0	102,308,0	88,502,0		90,000,0	120,000,0
Autres	42,701,0	125,177,0	141,981,0	190,596,0	128,782,0	270,855,0	344,831,0	494,120,0	87,683,0	768,103	
Total	426,008,0	642,812,0	652,417,0	721,037,0	1,001,326,0	974,462,0	1,082,331,0	1,291,002,0	151,710,0	216,929,0	

* Les données à la fin du 3e trimestre 2005.

Annexe-tableau 3. Les évolutions de la répartition du crédit par secteurs (en million de rielis)

Source : BNC, 3e trimestre 2005.

Développement financier et croissance économique : le cas des principaux pays de l'ASEAN et du Cambodge

Pays	Réglementation des activités bancaires	Régulation des activités de titres et d'investissement (y compris la supervision du marché boursier)	
		Banques et leurs filiales	Compagnies de titres
Chine	Commission de régulation bancaire	Commission de l'Etat pour les opérations de bourse	
Indonésie	Banque d'Indonésie (la banque centrale de l'Indonésie)	Banque d'Indonésie	L'autorité des marchés de capitaux (BAPEPAM)
Philippines	Banque centrale des Philippines	Banque centrale des Philippines	Commission des opérations de bourse
Thaïlande	Banque centrale de Thaïlande	Banque centrale de Thaïlande	Commission des opérations de bourse
Vietnam	Banque centrale du Vietnam	Banque centrale du Vietnam	Ministère des finances / Commission des opérations de bourse
Malaisie	Banque centrale de Malaisie		Commission des opérations de bourse
Corée du Sud	jusqu'en 1993	Banque centrale de Corée	Commission des opérations de bourse
	à partir 1993		Commission des services financiers
Japon	jusqu'en 1993	Ministère des finances	Ministère des finances / La Commission des opérations de bourse
	à partir 1993		Autorité des services financiers (<i>Financial Services Authority-FSA</i>)
	à partir 2001		Agence des services financiers

Annexe-tableau 4. Les modèles de réglementation des systèmes financiers des pays de l'ASEAN+3

Source : l'auteur

	Ratio du volume d'échanges	Ratio de la valeur échangée	Croissance PIB par habitant
Revenu faible⁴⁰⁷			
Douéla	0,015	0,000	1,89 %
Côte d'Ivoire	0,028	0,001	-2,50 %
Egypte	0,060	0,030	3,58 %
Inde	0,577	0,036	7,41 %
Nigéria	0,006	0,000	0,11 %
Pakistan	0,105	0,008	3,13 %
Zimbabwe	0,059	0,010	-0,97 %
Revenu intermédiaire, tranche inférieure			
Indonésie	0,087	0,004	1,95 %
Chine Rép.	0,011	0,001	0,89 %
Indonésie	0,169	0,010	4,18 %
Jordanie	0,154	0,022	2,01 %
Philippines	0,250	0,036	0,21 %
Thaïlande	0,729	0,144	6,90 %
Tunisie	0,207	0,026	2,32 %
Revenu intermédiaire, tranche supérieure			
Argentine	0,266	0,013	0,22 %
Brésil	0,355	0,041	0,65 %
Irak	0,060	0,001	2,61 %
Corée	0,832	0,186	0,67 %
Malaisie	0,230	0,242	4,27 %
L'île Maurice	0,059	0,003	1,76 %
Macédoine	0,496	0,044	0,85 %
Portugal	0,108	0,014	2,83 %
Revenu élevé			
Australie	0,256	0,121	1,57 %
Allemagne	0,704	0,136	0,95 %
Grenade-Essequieu	0,349	0,252	1,75 %
Hong Kong	0,373	0,171	4,20 %
Israël	0,669	0,144	1,72 %
Italie	0,753	0,038	2,68 %
Japon	0,469	0,106	2,41 %
Pays-Bas	0,450	0,125	1,43 %
Nouvelle-Zélande	0,318	0,039	2,43 %
Espagne	0,216	0,045	1,75 %
Suisse	0,467	0,442	1,16 %
Etats-Unis	0,453	0,295	1,67 %

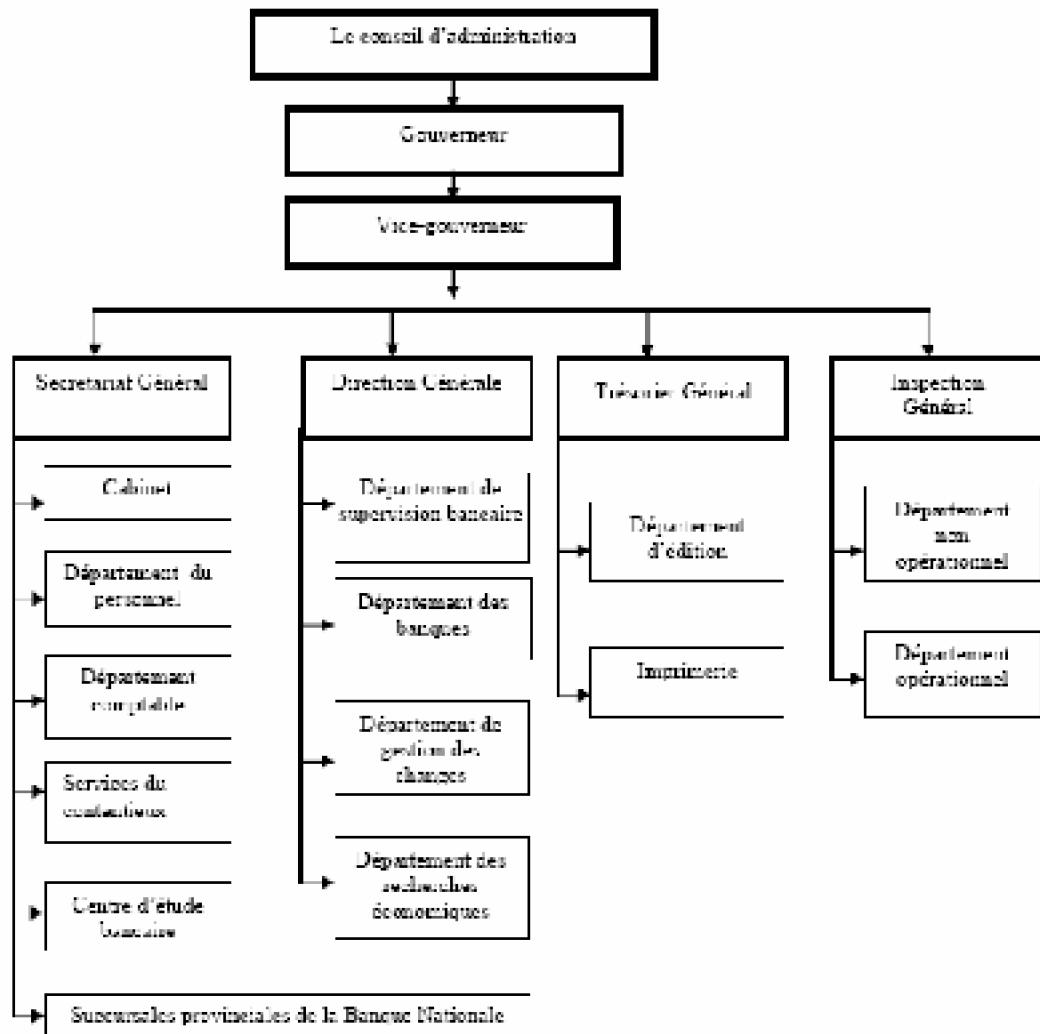
Annexe-tableau 5. Les mesures de la liquidité boursière (Echantillon de pays, moyennes annuelles 1976-93)

Source : Ross Levine, 1997.

Note 407 : Classifications du revenu (Rapport du développement mondial de 1995 de la Banque mondiale): Economies à revenu faible = moyenne du PIB par habitant de 380 dollars en 1993; Economies à revenu intermédiaire, tranche inférieure = moyenne du PIB par habitant de 1 590 dollars en 1993 ; Economies à revenu intermédiaire, tranche supérieure = moyenne du PIB par habitant de 4370 dollars en 1993 ; Economies à revenu élevé = moyenne du PIB par habitant de 23 090 dollars en 1993.

Australie	Grèce	Norvège
Autriche	Inde	Pakistan
Bangladesh	Indonésie	Pérou
Belgique	Israël	Philippines
Brésil	Italie	Portugal
Canada	Israël	Afrique du sud
Chili	Japon	Suède
Colombie	Jordanie	Taiwan
Danemark	Cocée du sud	Thaïlande
Egypte	Malaisie	Etats-Unis
Finlande	Mexique	Uruguay
France	Suisse	Venezuela
Allemagne	Nouvelle-Zélande	Zimbabwe
Royaume-uni		

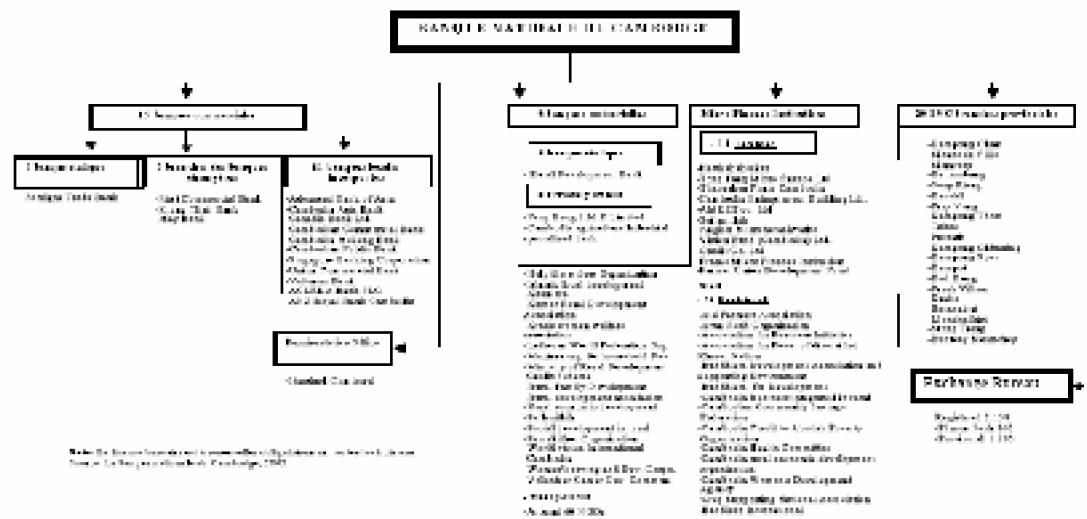
Annexe-tableau 6. Liste de 40 pays pour la régression des moindres carrés ordinaires
MCO



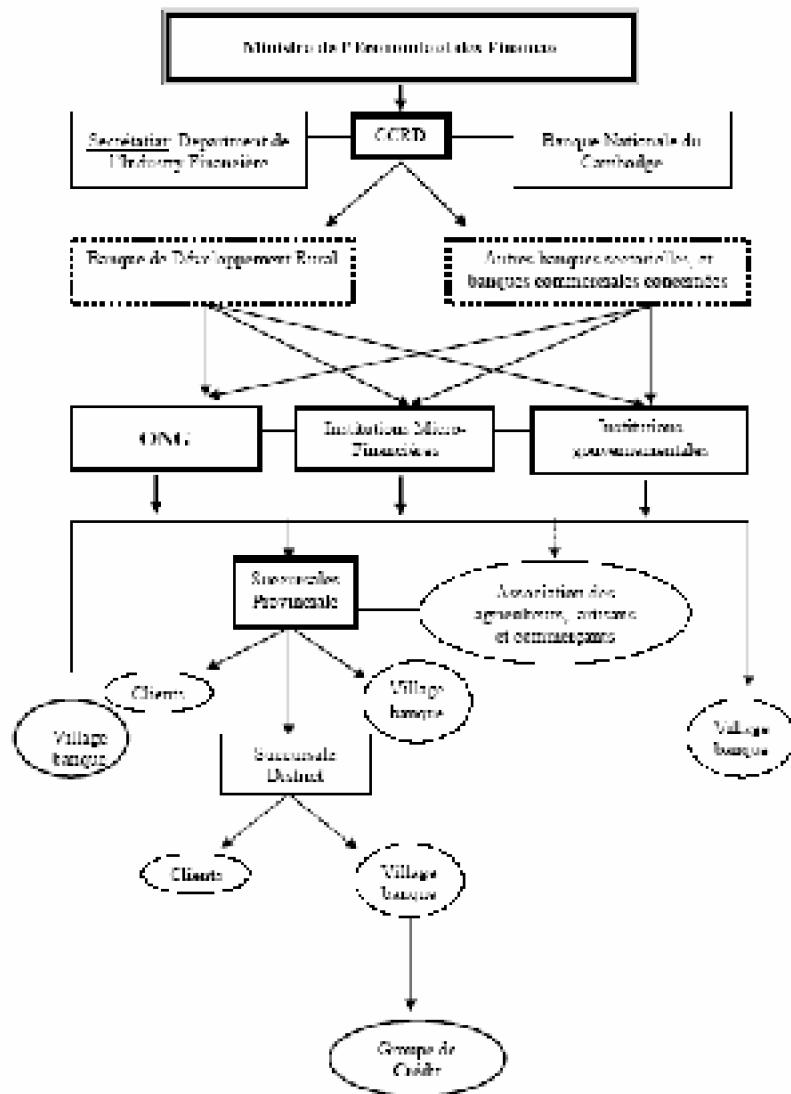
Annexe-schéma 1. L'organisation de la banque nationale du Cambodge

Source : Banque Nationale du Cambodge, 2005.

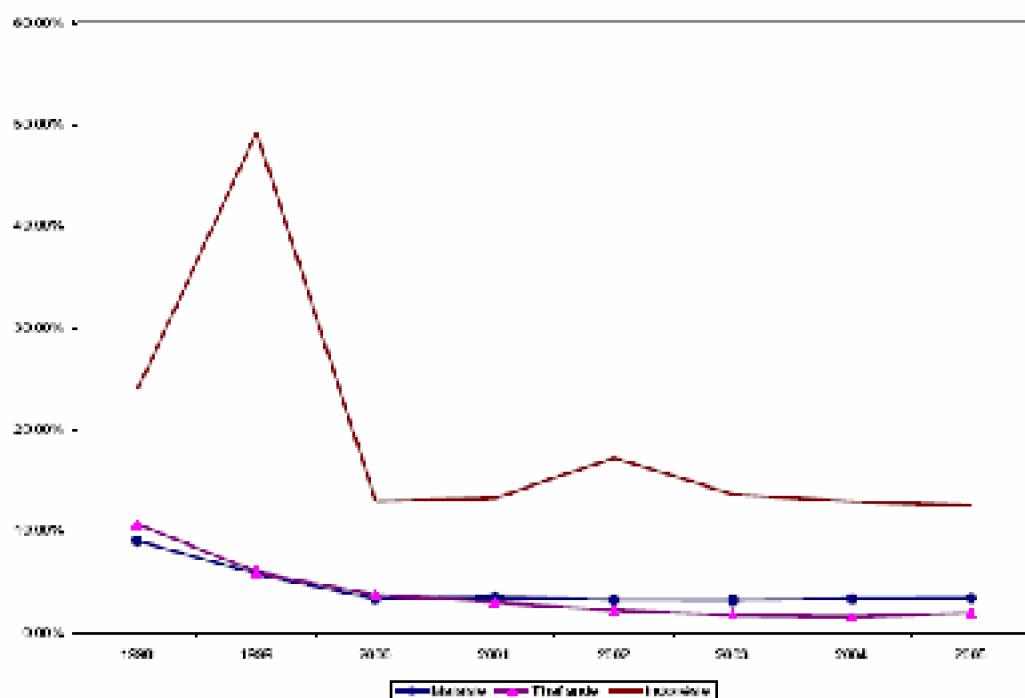
Développement financier et croissance économique : le cas des principaux pays de l'ASEAN et du Cambodge



Annexe-schéma 2. Le système bancaire du Cambodge, 2005

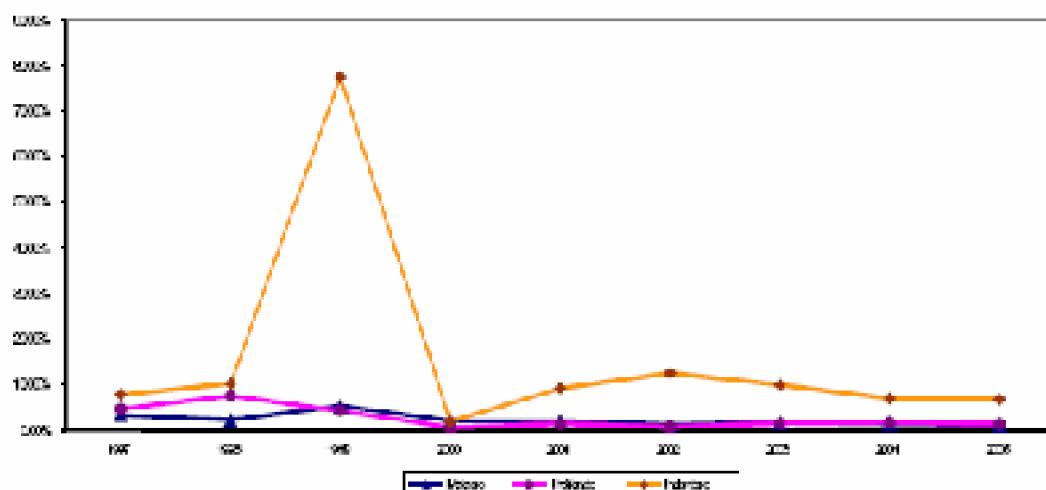


Annexe-schéma 3. La structure de crédit rural au Cambodge



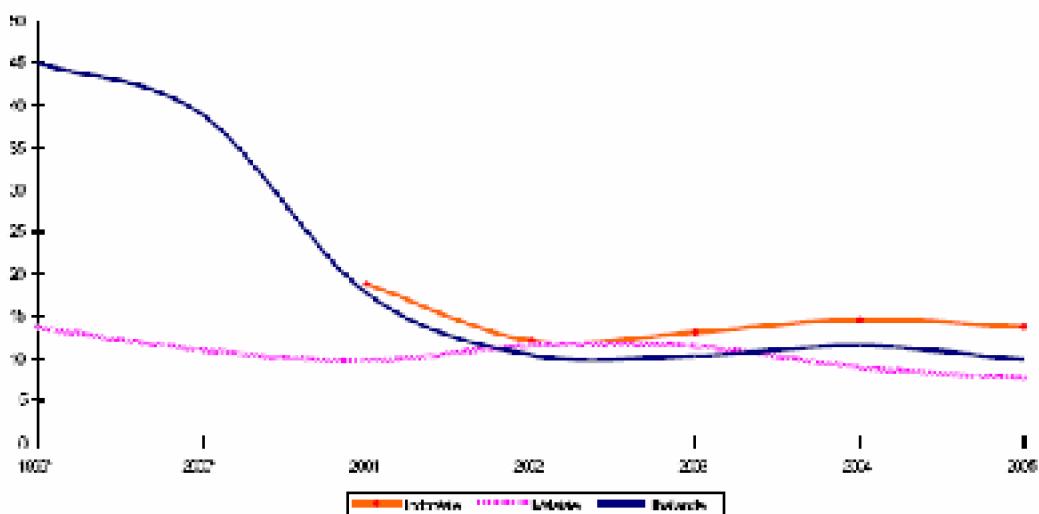
Annexe-figure 1. L'évolution des taux d'intérêt des principaux pays de l'ASEAN

Source : ASEAN Statistical Yearbook



Annexe-figure 2. Les taux d'inflation des pays de l'ASEAN

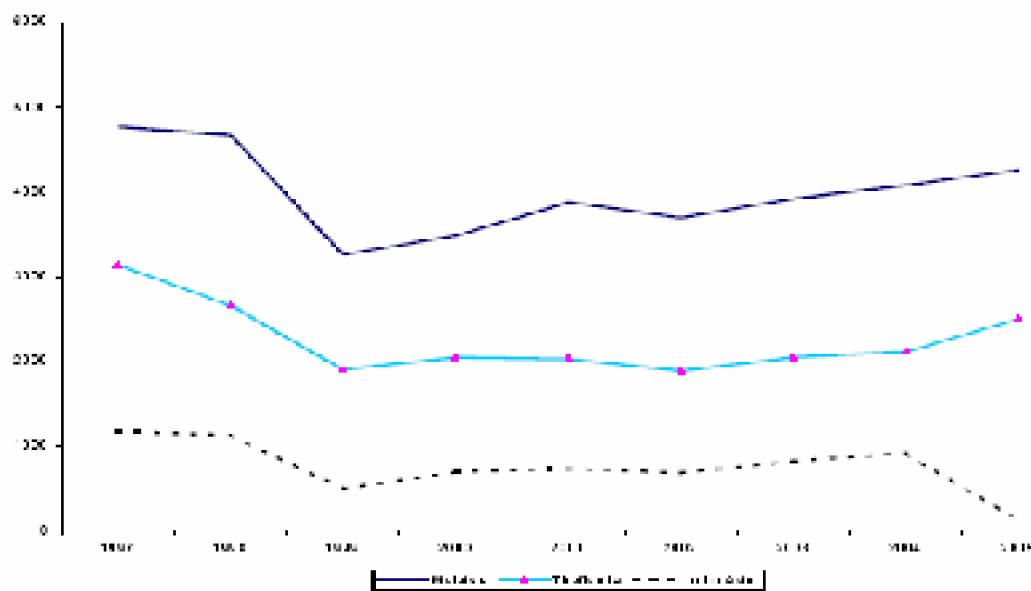
Source : ASEAN Statistical Yearbook



* Pour 1999 et 2000 les ratios du crédit non performant de l'Indonésie ne sont pas disponibles

Annexe-figure 3. *Le ratio du crédit non performant (en % du crédit total)*

Source : ASEAN Statistical Yearbook



Annexe-figure 4 : *Les évolutions du PIB par tête des principaux pays de l'ASEAN*

Source : ASEAN Statistical Yearbook

Abréviations

AFTA	ASEAN Free Trade Area
AMCs	Asset Management Companies
ANF	Agent Non Financier
ASEAN	Association of South East Asian Nations
B/Es	Bills of Exchange
BAD-ADB	Banque Asiatique de Développement
BAFIA	Banking and Financial Institutions Act, Malaysia
Baht	Monnaie Nationale de la Thaïlande
BAPEMAP	Organisme public contrôlant la gestion de la bourse, Indonésie
BDC	Bond Dealer Club, Thailand
BDR-RDB	Banque de Développement Rural, Cambodge
Berhad	en Malais, c'est-à-dire ASRL (S.A.)
BI	Bank Indonesia (Banque Centrale d'Indonésie)
BIBF	Bangkok International Banking Facilities, Thailand
BIBFs	Etablissement bancaire internationale de Bangkok
BNC-NBC	Banque Nationale du Cambodge(Banque Centrale du Cambodge)
BNM	Bank Negara Malaysia (Banque Centrale de Malaisie)
BOI	Board Of Investment, Thailand
BOT	Bank of Thailand (Banque Centrale de Thaïlande)
BRI	Banque des Règlements Internationaux
BSDC	Bangkok Stock Exchange Dealing Center, Thailand
BSE	Bangkok Stock Exchange Co.Ltd, Thailand
CAC	Cotation Automatisée en Continu
CAMEL	Capital, Asset Quality, Management, Earnings, and

	Liquidity
CAR	Capital Adequacy Ratio
CAR	Le ratio de capital-risque (Capital Adequacy Ratio)
CCB	Commission de Contrôle des Banques, France
CCRD	Credit Committee for Rural Development, Cambodge
CD	Certificats de Dépôt
CDC	Council for the Development of Cambodia
CDRAC	Le comité consultatif pour la restructuration de la dette privée Corporate Debt Restructuring Advisory Committee), Thaïlande
CDRC	La Comité de restructuration des dettes privées (Corporate Debt Restructuring Committee), Malaisie
CFD	Caisse Française de Développement
CMDF	Capital Market Development Fund, Thailand
CNC	Conseil National du Crédit, France
DAB	Distributeurs Automatiques de Billets
Danaharta	La société de gestion d'actifs de Danaharta (<i>Asset Management corporation Danaharta</i>), Malaisie
Danamodal	L' outil spécial de recapitalisation bancaire, Malaisie
EEF	Exchange Equalization Fund, Thailand
EIS	Élasticité Inter-temporelle de Substitution
EPF	Employment Provident Fund, Malaysia
ERISA	Employee Retirement Income Security Act
FDI-IDE	Investissement Direct Étranger
FIC	Foreign Investment

	Committee, Malaysia
FIDF	Le fonds de développement des institutions financières (Financial Institutions Development Fund), Thaïlande
FIR	Financial Interrelations Ratios (taux d'interrelations financières)
FMI-IMF	Fonds Monétaire International
FRA	Fixed Rate Agreement
FRCDs	Floating Rate Certificates of Deposit, Thailand
FRNs	Floating Rate Notes
FTB	Foreign Trade Bank of Cambodia
Fund-FIDF	Le fonds de développement des institutions financières d'Etat (state-owned Financial Institutions Development), Thaïlande
Gilt	Obligation britannique
GSB	Government Savings Bank, Thailand
IBFs	Etablissements bancaires internationaux (International banking facilities, Thaïlande)
IBRA	L'Agence indonésien de restructuration bancaire (Indonesian Bank Restructuring Agency)
IF	Intermédiation Financière
IFCT	Industrial Finance Corporation of Thailand
INDRA	L'Agence indonésienne de restructuration de la dette (Indonesian Debt Restructuring Agency)
IOFC	Le centre financier international offshore de Labuan, Malaisie
IPO	Initial Public Offering
JATS	Jakarta Automated Trading System, Indonesia
JITF	Le groupe de travail d'initiative

	de Jakarta (Jakarta Initiative Task Force)
JSE	Jakarta Stock Exchange, Indonesia
KHR	Khmer Riel : Monnaie nationale du Cambodge
KLCE	Kuala Lumpur Commodities Exchange, Malaysia
KLIBOR	Kuala Lumpur Interbank Offered Rate, Malaysia
KLOFFE	Kuala Lumpur Options and Financial Futures Exchange, Malaysia
KLSE	Kuala Lumpur Stock Exchange, Malaysia
Kram	Signifie « loi » en langue khmer, Cambodge
Kret	Signifie « décret » en langue khmer, Cambodge
KTF	Krung Thai Fund, Thailand
Labuan IOFC	Labuan International Offshore Financial Centre, Malaysia
MATIF	Marché à Terme des Instruments Financiers, France
MCE	Marchés de Capitaux Émergents
MDCLH	Malaysian Derivatives Clearing House
MDEX	Le marché des produits dérivés (Malaysian derivatives Exchange)
MEF	Ministère de l'Economie et des Finances, Cambodge
MIDA	Malaysian Industrial Development Authority
MME	Malaysian Monetary Exchange
MOFF	Multi-Optional Financial Facility
MONEP	Marché des Options Négociables des Produits dérivés, France
MOS	Malaysian Government Securities
MPB	Le conseil de la politique

	monétaire (The Monetary Policy Board), Thaïlande
NCDs	Negotiable Certificates of Deposit, Thailand
NEI-NPI	Nouvelles Economies-Pays Industrialisées
NIFs	Note Issuance Facilities
NSDD	Norme Spéciale de Diffusion des Données
NYSE	New York Stock Exchange, USA
OAT	Obligation Assimilable du Trésor, France
OCDE	Organisation de Coopération et Développement Économique
OERDC	Official Exchange Rate Determining Committee, Cambodge
OMC	Organisation Mondiale du Commerce
ONG	Organisation Non Gouvernementale
ONU	Organisation des Nations Unis
OPA-OPV	Offre Public d'Achat-Vente
OPCVM	Organismes de Placements en Valeurs Mobilières, France
OTC	Over The Counter market
PCL-TPI	L'industrie pétrochimie de Thaïlande (Thai Petrochemical Industry)
PDS	Private Debt Securities, Malaysia
PED	Pays En Développement
Peso	Monnaie Nationale des Philippines
PME-PMI	Petits et Moyens Entreprises-Industries
PNs	Promissory Notes
PSI	Preshipment Inspection, Cambodge
PVD	Pays en Voie de Développement
Ringgit	Monnaie Nationale de la Malaisie

Roupie	Monnaie Nationale de l'Indonésie
RP	Repurchase market
RTGS	Le système de règlement brut en temps réel (Real Time Gross Settlement)
RUF	Revolving Underwriting Facility
SEA	Securities and Exchange Act, Thailand
SEC	Securities and Exchange Commission
SET	La bourse de Thaïlande (Stock Exchange of Thaïlande)
SFI	Société Financière Internationale
SFIs	Les institutions financières spécialisées (Specialized Financial Institutions), thailande
SGDD	Système Général de Diffusion des Données
SICAV	Sociétés d'investissement à capital variable
S-MART	Surabaya-Market Information and Automated Remote Trading, Indonesia
SO	Scénario Optimiste, Cambodge
SODBS	Supervision Office of Decentralized Banking System, Cambodge
SP	Scénario Pessimiste, Cambodge
SSE	Surabaya Stock Exchange, Indonesia
TAMC	La corporation thaïlandaise de gestion d'actifs (Thai Asset Management Corporation)
T-Bonds	Treasury Bonds, USA
TCDs	Transferable Certificates of Deposit, Thailand
TCN	Titres de Créances Négociables, France
Won	Monnaie Nationale de la Corée du Sud

Développement financier et croissance économique : le cas des principaux pays de l'ASEAN et du Cambodge

Yuan

Monnaie Nationale de la Chine

Bibliographie

I. Ouvrages

ABAYOMI, A. and IKHIDE, I. (1997) « Why Should Financial Liberalization induce Financial Crisis ? », *Saving and Development, Quarterly Review*, Vol. 21, N. ° 3.

ADAMS, Charles ; MATHIESON, Donald J. and SCHINASI, Garry (1999)

« International Capital Markets : Developments, Prospects, and Key Policy Issues », *International Monetary Fund, World Economic and Finance Surveys*, Washington, DC September.

ADHIKARI, Ramesh and OH, Soo-Nam (1999) « Banking Sector Reforms : Recovery Prospects and Policy Issues », Economics and Development Resource Center, Asian Development Bank, November 1999.

AFYÜY, Yilmaz (1995) « Libéralisation financière : mythes et réalités », *Problèmes économiques*, N. ° 2.411, 15 février.

AGENOR, Pierre-Richard (2001) « L'économie de l'ajustement et de la croissance », *Rapport de travail de la Banque Mondiale*, inédit.

AGLIETTA, Michel (1995) *Macroéconomie Financière*, Ed. : La Découverte, Collection : Repères, Paris.

- AGLIETTA, Michel ; BRENDER, Anton et COUDERT, Virginie (1990)** *La globalisation financière : l'aventure obligée*, Ed. : Economica, Paris.
- AHMED, Farid (1999)** « Stock Market, Macroeconomic Variables, and Causality : The Bangladesh case », *Saving and Development, Quarterly Review*, Vol. 23, N.° 2.
- AKAIKE, H. (1969)** *Fitting Autoregressive Models for Prediction, Annals of the Institute of Statistical Mathematics*, Vol. 21, pp. 243-247.
- ALLEGRET, Jean-Pierre et BAUDRY, Bernard (1996)** « La relation banque - entreprise : structures de gouvernement et formes de coordination », *Revue Française d'Économie*, Vol. 1, N.° 4, Automne.
- ALLEGRET, Jean-Pierre et COURBIS, Bernard (1999)** *Monnaie et Financement : l'essentiel du cours*, Ed. : Vuibert.
- Amable, B. et CHATELAIN, J.B. (1995)** « Efficacité des systèmes financiers et développement économique », *Économie Internationale*, 61.
- Arbulu, Pedro (1998)** « La bourse de Paris au XIX^e siècle : l'exemple d'un marché émergent devenu efficient », *Revue d'Économie Financière*, N.° 49.
- Arestis, Philip ; PEMETRIADES, Panico. O. and LUINTEL, Kul B. (2001)** « Financial Development and Economic Growth : The Role of Stock Markets », *Journal of Money, Credit and Banking*, Feb..
- Ariff, M. (1996)** « Effects of Financial Liberalization on Four Southeast Asian Financial Markets », *ASEAN Economic Bulletin*, Vol. 12, N.° 3, Singapore March.
- ARIFF, M. and CHEEN, L. C. (2001)** « Mobilizing Domestic and External Ressources for Economic Development : Lessons from the Malaysian Experience », *Asia-Pacific Development Journal*, Vol. 8, N.° 1, June.
- AXILROD, Stephen H. (1998)** « Transformations to Open Market Operations : Developing Economies and Emerging Markets », *International Monetary Fund, Economic Issues* N.° 5, November.
- AzouR, Jihad (1997)** « Avenir des pays émergents : quelle attitude face aux entrées massives de capitaux ? », *Revue d'Économie Financière*, N.° 41.
- B agehot, Walter (1962)** *Lombard Street*, Richard D. Irwin, Homewood, II.
- B AUDRY, Bernard (1996)** « La relation banque - entreprise : structures de gouvernement et formes de coordination », *Revue Française d'Économie*, Vol. 1, N.° 4, Automne.
- B AUMONT, Catherine (1997)** « La dynamique régionale de la croissance économique », *Problématiques économiques*, N.° 2.510-2.511, pp. 5-12, mars.
- B ECK, Thorsten; L EVINE, Ross and LOAYZA, Norman (2000)** « Finance and the Sourses of growth », *Journal of Financial Economics*, 58.
- B ECK, Thorsten and L EVINE, Ross (2003)** « Stock markets, banks, and growth : Panel evidence », *Journal of Banking and Finance*.
- B édué, Agnès et L ÉVY, Nathalie (1997)** « Relation banque-entreprise et coût du crédit », *Revue d'Économie Financière*, N.° 39.
- B ENCIVEBGA, Valerie R. and S MITH, Bruce D. (1992)** « Deficits, Inflation, and the Banking System in Developing Countries : The Optimal Degree of Financial

- Repression », *Oxford Economic Paper*, Oct., Vol. 44, N.° 4, pp. 767-790.
- B ENCIVENGA, Valerie R. and S MITH, Bruce D. (1991)** « Financial Intermediation and Endogenous Growth », *Review of Economic Studies*, N.° 58, pp. 195-209.
- B ENHABIB, Jess and S PIEGEL, Mark M. (2000)** « The Role of Financial Development in Growth and Investment », *Journal of Economic Growth*, Kluwer Academic Publishers, Vol 5, N.° 4, December.
- B ENSIDOUN, Isabelle ; NAYMAN, Laurence et COUDERT, Virginie (1997)**
« Stratégies de taux d'intérêt dans les pays d'Asie orientale : structures internes et liaisons internationales », *Revue d'Économie Financière*.
- B enston, G. J. and S MITH, C. W. (1976)** « A transaction Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation », *Journal of Finance*, Vol.31, May.
- B ERG, Andrew and B ORENSZTEIN, E. (2000)** « Full Dollarization : The Pros and Cons », *International Monetary Fund, Economic Issues*, N.° 25, December.
- B erthelemy, J-C. (1999)** « Tirer les leçons des crises financières », in *Techniques Financières & Développement*, N.° 53-54, décembre.
- B ERTHELEMY, J-C et V AROUDAKIS, A. (1994)** « Intermédiation financière et croissance endogène », *Revue Economique*.
- B ERTHELEMY, J-C. et V AROUDAKIS, A. (1995)** « Clubs de convergence et croissance : le rôle du développement financier et du capital humain », *Revue Economique*, N.° 2, pp. 217-235.
- B ERTHELEMY, J-C et V AROUDAKIS, A. (2000)** « Développement financier, réformes financière et croissance : une approche en données de panel », *Revue Economique*.
- B EZIADE, Monique (1993)** *La Monnaie et ses Mécanismes*, Ed : La Découverte, Collection : Repères, Paris.
- B ICHOT, Jaques (1999)** *La monnaie et les systèmes financiers*, Les économiques, Ed : ellipses.
- B ILGRAMI, Nighat (1998)** « Characteristics of Emerging Capital Markets », *Saving and Development, Quarterly Review*, Vol. 22, N.° 3.
- B LACKBURN, K. and H UNG, V. T. Y. (1993)**, « A Theory of Growth, Financial Development and Trade », *Discussion Papers in Economics and Econometrics*, N.° 9303, University of Southampton.
- B oyd, J. and P rescott, E. (1986)** « Financial Intermediary coalitions », *Journal of Economic Theory*, N.° 38.
- B OYER, Robert (1997)** « Régulation, croissance et crise », *Problématiques économiques*, N.° 2.510-2.511, 5-12 mars.
- B rana, Sophie (1999)** « Systèmes financiers et croissance en méditerranée : une analyse comparative », *Revue d'Économie Financière*, N.° 52, mars.
- C aramazza, Francesco and A ZIZ, Jahangir (1998)** « Fixed or Flexible? : Getting the exchange rate right in the 1990s », *International Monetary Fund, Economic Issues* N.° 13, April.
- C ARROL, Christopher D. L; O VERLAND, Jody and W EIL, David N. (2000)**

- « Saving and Growth with Habit Formation », *The American Economic Review*, June.
- C HAI, Joseph C. H. (1994)** « Saving and Investment in China », *Saving and Development, Quarterly Review*, Vol. 18, N.^o 4.
- C HAIZE, L. (1996)** « Projet de loi sur le marché financier », le rapport de la Banque Nationale du Cambodge, Phnom Penh, septembre.
- C HAIZE, L. (1997)** « Évolution de la situation monétaire », le rapport de la Banque Nationale du Cambodge, Phnom Penh, février.
- C HAN, Joceline (2003)** « Hong Kong's Banking system », Hong Kong Monetary Authority, August.
- C HAN-LEE, J. H. (2004)** « Measuring the Quality of Financial Systems in 29 Market Economies : an Indicators Approach with an Extension to East Asia », The Asian Development Bank Institute, Working paper, inédit.
- C HEA, Chanto and D OJIMA, Toshimasa (2000)** « Financial Sector Development for Cambodia », Asian Development Bank, May.
- C HRIS, W. and L EE, K. (2000)** « Bank Restructuring in Malaysia », Country report, ADBI-SEACEN Capacity Building Seminar on Banking Sector Reform, August.
- C Iaessens, S. ; Djakov, S. and Lang, L. (1998)**, « East Asian Corporates : Growth, Financing, and Risks Over the last Decades », World Bank, Washington D.C. Unpublished.
- C OASE, Ronald H. (1987)** *The nature of the firm*, Economica, repris et traduit dans Revue Française d'Économie.
- C OHEN, Daniel (1997)** « Le pari de la croissance : La grande illusion? », *Problématiques économiques*, N.^o 2.510-2.511, 5-12, mars.
- C OURBIS, Bernard (1971)** « Intermédiation et liquidité : essai sur le rôle de l'exigence de liquidité dans le financement intermédiaire », thèse doctorat.
- D AVANNE, Olivier (1999)** « Instabilité du système financier international », Conseil d'Analyse économique au premier ministre, France.
- D AVID, Jacques-Henry (1974)** *La Politique Monétaire : Les mécanismes monétaires et l'activité économique*, Ed. : Dunod, Collection : Finance.
- D e Boissieu, Christian (1994)** « Problématique des marchés de capitaux émergents », in *Revue d'Économie Financière*, N.^o 29, été.
- D e Boissieu, Christian (2000)** « La titrisation : une mise en perspective », *Revue d'Économie Financière*, N.^o 59.
- D e Boissieu, Christian et ROL, Sandrine (1997)** « Les marchés émergents d'Asie : une vue perspective », *Revue d'Économie Financière*, N.^o 44, Dec..
- D e Boissieu, Christian ; HENRIOT, Alain et ROL, Sandrine (1999)** « Problématique des marchés émergents », *Revue économique*.
- D E REGORIO, J. (1995)** « Financial Development and Economic Growth », *World Development, International Monetary Fund*, Vol. 23, mars, pp. 433-448.
- D e Latre, Anne (2000)** « Quels enjeux pour le financement du développement », *Techniques Financières et Développement-Epargne Sans Frontière*, 57-50, mars.
- D e Mourgues, Michelle (1984)** *Économie Monétaire : Institutions et Mécanismes*,

- ème édition, Ed. :Mémentos Dalloz.
- D e M ourgues , Michelle (1990)** *La Monnaie, Système Financier et Théorie Monétaire*, 2ème édition, Ed. :Economica, Paris.
- D EBRUN, Xavier (2001)** « Développement des marchés monétaire et interbancaire », document de travail, Institut du Fond Monétaire International, novembre, inédit.
- D EKLE, Robert and P RADHAN, Mahmood (1997)** « Financial Liberalization and Money Demand in ASEAN Countries : Implications for Monetary Policy », *IMF Working Paper*, March.
- D ELFAUD, Pierre (1991)** *Keynes et le Keynésianisme*, Ed. : PUF, 5^è édition, Collection : Que Sais-Je ?.
- D EMIRGUÇ-KUNT, A. and L EVINE, R. (1996)** « Stock Markets, Corporate Finance, and Economic Growth : an Overview », *TheWorld Bank Economic Review*, Vol. 10, N.° 2, pp. 223-239.
- D emircük-kunt, A. et M AKSIMOVIC, V. (1996)** « Développement des marchés boursiers et financement des entreprises », *Finance & Développement*, Juin.
- D emircük-Kunt, A. and D ETRAGIACHE, E. (1998)** « Financial Liberalization and Financial Fragility », *Policy research working paper*, N.° 1917, Washington DC, World Bank, March.
- D ENIZET, Jean (1982)** *Monnaie et financement dans les années 80*, Ed. : Dunod, Paris.
- D IAMOND, D. (1984)** « Financial intermediation and delegated monitoring », *Review of Economic Studies*, N.° 15.
- D IAMOND, D. W. and D YBVIG, P. H. (1983)** « Banking runs, deposit insurance, and liquidity », *Journal of Political Economy*, 91.
- D IJK, Pieter van (1997)** « Flux financiers et marchés émergents en Asie », *Revue d'Économie Financière*, N.° 44.
- D ONGHYUN NANYANG, Park (1998)** « Savings and Development : Some important lessons from Korea », *Saving and Development*, Vol. 22, N.° 4, Italy.
- D ZIOBEK, Claudia and C EYLA, Pazarbasioglu (1998)** « Lessons From Systemic Bank Restructuring », *Economic Issues N.° 14*, *International Monetary Fund*, April.
- E asterly, William (1991)** « Politique économique et croissance économique », *Finance & Développement*, septembre.
- E BER, Nicolas (2000)** « Efficience du système bancaire, structure du marché de crédit et activité économique », *Revue Économique*, Vol. 51, novembre.
- E BER, Nicolas (1999)** *Les relations de long terme banque-entreprise*, Ed. : Vuibert, Paris.
- E ichengreen, Barry ; M USSA, M. ; D ELL'ARICCIA, G. ; D ETRAGIACHE, E. ; M ILESI-FERRETTI, G-M. and T WEEDIE, A. (1999)** « Liberalizing Capital Movements », *International Monetary Fund, Economic Issues No. 17*, February.
- E ichinger, Marc (1992)** *Le système bancaire japonais*, Ed. : Economica, Paris.
- E NDO, Toshihide ; G RIFFITHS, Mark ; H AKSAR, Vikram ; S CHWARTZ, Stephen ; B ARNETT, Steven and L EE, Houng (1999)** « The Selected Issues

- report on Thailand », *IMF Staff Country Report N.° 00/21*, December.
- E PAULARD, Anne (2001)** « Analyse et politique monétaires », document de travail, Institut du Fond Monétaire International, novembre.
- E RSKINE, Alex (2003)** « Liberalizing Capital Movements in the ASEAN Region », *ASEAN-Australia Development Cooperation Program, Regional Economic Policy Support Facility*, Project N.° 02/007, Vol. 1 and 2, March.
- F AMA, E. (1985)** « What's different about banks », *Journal of Monetary Economic*, N.° 15.
- F arat, Chevallier (1992)** « Pourquoi des banques ? », *Revue d'Économie Politique*, Vol. 102, N.° 5, sept.-oct..
- F ISCHER, Bernhard (1993)** « Success and Pitfalls with Financial Reforms in Developing Countries », *Saving and Development, Quarterly Review*, Vol. 17, N.° 2.
- F ISCHER, Bernhard (1994)** « Financial Deregulation in an Open Developing Economy : Lesson from the Indonesian Experience », *Saving and Development, Quarterly Review*, Vol. 18, N.° 3.
- FITOSSI , Jean-Paul (1997)** « Le sens du progress », *Problématiques économiques*, N.° 2.510-2.511, 5-12 mars.
- F ranklin, Allen (1999)** « The design of Financial systems and markets », *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 8, N.° 1/2, Apr..
- F ry, J. (1995)** *Money, Interest and Banking in Economic Development*, 2nd ed., The John Hopkins University Press.
- F UNKE, Norbert (2001)** « Développement des marchés des capitaux : le marché des valeurs mobilières », document de travail, Institut du FMI, novembre.
- F UNKE, Norbert (2001)** « Structure des marchés financiers », document de travail, Institut du FMI, novembre.
- G ARCIA, Gillian G. (1997)** « Protecting Bank Deposits », *International Monetary Fund, Economic Issues N.° 9*, July.
- G ermidis, D. ; K essler, D ; M eghir, R. (1991)** « Systèmes Financiers et Développements : Quel rôle pour les systèmes financiers formel et informel ? », OCDE, Paris.
- G ERTLER, Mark (2002)** « Financial Structure and Aggregate Economic Activity : An Overview », *Journal of Money, Credit, and Banking*.
- G HANEM, Serge (2001)** « Crises financières : cas récents », document de travail, Institut du Fond Monétaire International, novembre.
- G HANEM, Serge (2001)** « Détermination et politique de taux de change », document de travail, Institut du Fond Monétaire International, novembre.
- G IAP, Tan Khee and K ANG, Chen (2004)** « A comparative analysis on financial development and banking sector reform in ASEAN-10 : A critical appraisal », a report commissioned by the ASEAN Secretariat under UNDP ASP-6, project RAS/261.
- G IAVAZZI, Francesco et G IOVANNINI, Alberto (2001)** « Un système financier plus efficient pour obtenir de meilleures performances économiques : une tentative d'identification des priorités », *Revue d'Économie Financière*, N.° 62.

- G IOVANNINI, A. and D E M ELO, M. (1993)** « Government revenue from financial repression », *American Economic Review*, N.° 83.
- G OCHOCO, M. (1999)** « The Past Performance of the Philippine Banking Sector and Challenges in the post crisis period in Rising to the Challenge in Asia : A Study of Financial Markets », *Asian Development Bank*, Vol. 10.
- G oldsmith, Raymond W. (1969)** *Financial Structure and Development*, Ed.: Yale U. Press, New Haven, CT.
- G ÖNENÇ, René (1991)** « Trois formes de gestion financière des risques industriels », *Revue d'Économie Financière*, N.° 18, Automne.
- G oodhart, C. A. E. (1995)** *The Central Bank and the Financial System*, Ed.: Mac Millian Press LTD, London.
- G ORDON, Jenny and R OSS, Chapman (2003)** « Liberalization of Financial Services in the ASEAN Region », ASEAN-Australia Development Cooperation Program, Regional Economic Policy Support Facility, Project N.° 03/006, March.
- G ORTON, Gary and W INTON, Andrew (1998)** « Banking in Transition Economies : Does Efficiency Require Instability ? », *Journal of Money, Credit and Banking*, August.
- G OULD, Malcolm (2003)** « Diagnostic and Policy Review : For the Establishment of a Non-Government Securities Market in Cambodia », Asian Development Bank, TA. N.° 3861-Cam, June.
- G oux, Jean-François (1994)** « La Taxinomie des systèmes financiers : le renouvellement des typologies fondées sur le mode de financement des entreprises », *Revue d'Économie Financière*, N.° 29.
- G oux, Jean-François (1995)** *Économie Monétaire & Financière : Théories, institutions, politiques*, 2^e édition, Ed. : Economica.
- G REENWOOD, J. and J OVANOVIC, B. (1990)** « Financial Development, Growth and the distribution of income », *Journal of political economy*, N.° 98, October, pp. 1076-1107.
- G R ossman, S. and S tiglitz, J. (1980)** « On the impossibility of informationally efficient markets », *American Economic Review*.
- G UGLIELMI, Jean-Louis (1973)** *Les Expériences de la Politique Monétaire*, Ed. : PUF, Collection SUP.
- G uille, Marianne (1994)** « Instabilité du Crédit et Asymétrie de l'Information : une revue de la littérature », *Revue d'Économie Financière*, N.° 29.
- GUILLOUET, Alain (1998)** « Crise(s) Asiatique(s) : leçons provisoires et premiers espoirs », *Revue d'Économie Financière*, N.° 48.
- G UITTON, H. et B RAMOULLE, G. (1987)** *La Monnaie*, 6^è édition, Ed. : Précis Dalloz.
- G UNTHER, Capelle-Blancard (2000)** « Une nouvelle mesure du taux d'intermédiation financière : l'approche en volume », *Revue d'Économie Financière*, N.° 59.
- H ABER, Daniel (1998)** *Le renouveau de l'Asie*, Ed. : Economica, Paris.
- H ABER, Stephen H. (1996)** « Capital Immobilities and Industrial Development : A Comparative Study of Brazil, Mexico, and the United States, 1840-1930 », Ed.:

- Stanford U. Mimeo, (repris dans Ross Levine, 1997).
- H ABIBULLAH, M. S. and S MITH, P. (1997)** « Financial Liberalisation and Economic Development : Lessons from ASEAN Countries », *Journal of Asian Business*, Vol. 13, N.° 3, pp. 69-97.
- H ABIBULLAH, Muzafer Shah (1999)** « Financial Development and Economic Growth in Asian Countries : Testing the Financial-Leg Growth Hypothesis », *Saving and Development, Quarterly Review*, Vol. 23, N.° 3.
- H AKUO, Yanagisawa M. P. (2001)** « Japan's Financial Sector Reform : Progress and Challenges », Japan Minister for Financial Services, ASEAN+3 Finance Minister Meeting, September.
- H ALIM, Liliana (2002)** « Reviving the Indonesian Banking Sector? Indonesia's economic crisis : impact on financial and corporate sector 1997-1999 », *EADN Working Paper, Institute of South East Asian Studies for the East Asian Development Network*.
- H ANG CHUON NARON (2003)** « Cambodia : Development of Financial Sector in 1990-2002 », Briefing Note, Secretary General, Supreme National Economic Council, February.
- H ANSEN, Stein (1997)** « Le rôle incertain des facteurs de la croissance : Croissance démographique et croissance économique », *Problématiques économiques*, N.° 2.510-2.511, 5-12 mars.
- H ARNER, Stephen M. (2004)** « Barriers to SME lending among commercial banks in Cambodia », report of study commissioned by Mekong Project Development Facility (MPDF), December.
- H ICKS, J. R. (1988)** *La crise de l'économie keynésienne*, Ed. : Fayard, Paris.
- H ILBERS, Paul ; K RUEGER, Russell et M ORETTI, Marina (2000)** « De nouveaux outils pour évaluer la santé du système financier », *Finance et Développement*, Vol. 37, N.° 3, FMI, sept..
- H ILL, Rodney L. (1992)** « Stages of Banking and Economic Development », *Saving and Development, Quarterly Review*, Vol. 16, N.° 1.
- H ONG, Sook-Pyo (2000)** « Financial Reform & Supervision in Korea », Financial Supervision Service, working paper, Bank of Korea, August.
- H OONG, Change Su (2002)** « Country Note : Singapore, Room Document, Fourth Round Table on Capital Market Reform in Asia », Organisation for Economic Cooperation and Development and Asian Development Bank.
- H OPE, Kemps Ronald Sr. (1997)** « Growth, Saving and Investment in Botswana », *Saving and Development, Quarterly Review*, Vol. 21, N.° 2.
- H sien, Loong (2002)** Press Conference on Financial development, Deputy Prime Minister and Chairman, Monetary Authority of Singapore.
- H UN SEN SAMDECH (1999) vers l'an 2000**, version khmer, cabinet du 1^{er} ministre, avril. [SAMDECH HUN SEN est actuellement le Premier Ministre du Gouvernement Royal du Cambodge.]
- H uveneers, Christian et S teinherr, Alfred (1993)** « Économie industrielle des institutions bancaires », *Revue d'Économie Financière*, N.° 27, Hiver.

- H UW, Pill (1997)**, « Financial Indicators and Financial Change in Africa and Asia », *Finance and development*, Vol. 34, N.° 2, FMI-BIRD, *The World Bank*.
- I BAZIZEN, Anne-Elisabeth (1997)** « Le système financier chinois », *Revue d'Économie Financière*, N.° 44.
- I CARD, André (1992)** « Les effets de la politique monétaire dans un environnement financier en mutation », *Cahiers économiques et monétaires*, N.° 40.
- I SMAIL, Abdul Ghafar and S MITH, Peter (1994)** « Financial Deregulation in Malaysian Banking », *Saving and Development, Quartery Review*, Vol. 18, N.° 4.
- I TO, T. (1999)** « What can developing countries learn from East-Asian economic growth », The World Bank ABCDE Conference.
- I TO, T. and P EREIRA D A S ILVA, L. (1999)** « The Credit Crunch in Thailand during the 1997-1998 Crisis », *The Export-Import Bank of Japan, JEXIM Review*.
- J AHJAH, Samir (2001)** « Développement du secteur financier et croissance économique », document de travail, Institut du Fond Monétaire International, novembre.
- J OLY, Hervé (1998)** « Crise asiatique et architecture du système monétaire et financier international : le point sur la réflexion aux USA », *Revue d'Économie Financière*, N.° 48.
- J OSEPH, Anne (2000)** « La réforme du secteur financier en Afrique », *Techniques Financières et Développement-Epargne Sans Frontière*, 57-50, mars.
- J UNG, W. (1986)** « Financial Development and Economic Growth : International Evidence », *Economic Development and Cultural Change*, pp. 333-346.
- K adlec, Gregory B. and M c Connell John, J. (1994)** « The Effect of Market Segmentation and Illiquidity on Asset Prices : Evidence from Exchange Listings », *Journal of Finance*, June.
- K AMINSKY, G. and R EINHART, C. M. (2000)** « The Twin Crisis : The Causes of Banking and Balance of Payments Problems », *American Economic Review*, Vol. 89.
- K ATO TOSHI ; C HAN, Sophal and L ONG, Vou Piseth (1998)** « Regional Integration for Sustainable Development in Cambodia : Challenges and options », paper presented to the ASEAN-ISIS Conference.
- K EAT CHHON (1998)** *45 mois au ministère de l'économie et des finances : bilan, diagnostic, perspectives,,* edit. ICCP, Phnom Penh, juin. [S.E. KEAT CHHON est actuellement le ministre d'Etat, ministre de l'Économie et des Finances du Gouvernement royale cambodgien.]
- K EAT CHHON (1998)** *Evolving the long-term vision for the rehabilitation and development of Cambodia*, edit. CICP, Phnom Penh.
- K EAT CHHON (1999)** « Remarks on Governance Issues », speech delivered at the Inter-Ministerial Committee Meeting, Sr. Minister of Economy and Finance, Phnom Penh 20 October.
- K EAT CHHON and Dr. ; A UN PORN MONIROTH (1999)**, *Cambodia's economic development : policies, strategies & implementation*, ASEAN Academic Press London.[S.E. Dr. AUN PORN MONIROTH est actuellement le Secrétaire d"État du Ministère de l'Économie et des Finances et le Conseiller en économie du Premier

Ministre, et aussi le Président du Conseil Economique National Suprême, Cabinet du Prime Ministre, Cambodge.]

K EAT CHHON Dr.; A UN PORN MONIROTH and V ONGSEY VISSOTH (1999), *managing the challenges of globalization*, edit. CICP, Phnom Penh, January.

K EO, Norin (1999) *L'analyse sur les problèmes à résoudre*, Vol. 1, version khmer, janvier.

K EYNES, John Maynard (1971) *Théorie général de l'emploi de l'intérêt et de la monnaie*, trad. Par J. de Largentaye, Ed. : Paris, Payot.

K EYNES, John Maynard (1993) *Essais sur la Monnaie et l'Économie*, Ed. : Payot.

K HAN, Mohsin S. and S ENHADJI, Abdelhak S. (2001) « Financial Development and Economic Growth : An Overview », *IMF Working Paper*, Jan.

K IEU, Huu Thien (2001) « Issues of Restructuring Vietnamese Banking System », Country Report, State Bank of Vietnam, October.

K IMURA KO (2001) « Japan Financial System : 1995-end 1998 », The report of ADB Institute, 141.

K ING, R. G. and L EVINE, R. (1993a) « Finance and Growth : Schumpeter Might be Right », *the Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, N.° 3, Août, pp. 717-737.

K ING, R. G. and L EVINE, R. (1993b) « Finance, Entrepreneurship, and Growth, Theorie and Evidence », *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32, N.° 3, december.

K ing, Robert G. and L evine, R. (1993c) « Finance, Entrepreneurship, and Growth : Theory and Evidence », *Journal of Monet. Econ.*, Dec..

K OCHHAR, Kalpana ; R EYNOLDS, Patricia ; H EYTENS, Paul and M aCARTHUR, Alan (1998) « The Selected Issues report on Malaysia », *IMF Staff Country Report*, N.° 98/114, October.

K UROYANAGI, M. and H AYAKAWA, Y. (2000) « Capital Movements in Four ASEAN countries » *JEXIM Review*, Vol. 17, N.° 1.

L ABIDI, M. et P ARENT, A. (1998) *Techniques des marchés financiers : produits dérivés de change et de taux*, Ed. : Nathan-Université, Collection : Cahier de la 128.

L ABINDI, Moez (1999) « Les marchés financiers des Pays En Développement », *Techniques Financières & Développement*, 55-56, juin-septembre.

L AKHOUA, Fadhel (1998), « Les marchés financiers asiatiques », *IREPD, Asies Recherches*, N.° 13, février.

L APIERRE, Gérard (1998) « La dépréciation du KHR », Banque Nationale du Cambodge, Rapport de travail, Phnom Penh, mai.

L APIERRE, Gérard (1998) « La dollarisation Banque Nationale du Cambodge, Rapport de travail, Phnom Penh, mai.

L APIERRE, Gérard (1999) « Problèmes sur le marché financier », Rapport de travail de la Banque Nationale du Cambodge, Phnom Penh, janvier.

L APORTE, R. ; L OPEZ-de-Silanes, F. ; S HLEIFER, A. and V ISHNY, R. W. (1998) « Law and Finance », *Journal of Political Economy*.

L APORTE, Rafael and al. (1996) « Law and Finance », *National Bureau of Economic Research Working Paper*, N.° 5661, July.

- L AROCHE, A. ; L EMOINE, E. ; M ILLIEN A., P RATS, F. ; Z HANG, Y-J (1995)** « Croissance et marchés financiers :une approche empirique », *Économie Internationale, la revue du Cepii, quatrième trimestre*, N.° 64,pp. 39-60.
- L AURENCESON, James and C HAI, J. C. H. (1998)** « Financial Liberalization and Financial Depth in China », *Saving and Development, Quarterly Review*, Vol. 22, No. 4.
- L AURENT, Jean-Paul (1997)** « Les nouvelles formes de gestion de l'épargne : le cadre financier », *Revue d'Économie Financière*, N.° 42.
- L AVIGNE, Anne (1994)** « Le financement de l'industrie (Débat) », *Revue d'Économie Financière*, N.° 30,décembre.
- L EE, Jang-Yung (2000)** « Sterilizing Capital Inflows », *International Monetary Fund, Economic Issues*, N.° 7, March.
- L EE, Jungsoo (1999)** « Strengthening the International Financial Architecture », Economics and Development Resource Center, Excerpted from the Asian Development Bank Outlook.
- L EE, Kim-Bae (2003)** « Government Securities Law and its Sud-decree », Asian Development Bank, TA N.° 3862-CAM for improving legal infrastructure in the Financial Sector, June.
- L ELAND, L. E. and P YLE, D. H. (1977)** « Information Asymétries, Financial Structure and Financial Intermediaries », *Journal of Finance*, Vol. 32, N.° 2.
- L ENGLET, François (1997)** « Croissance et cycle », *Problématiques économiques*, N.° 2.510-2.511, 5-12 mars.
- L EROUX, François (2001)** « Banques commerciales et développement des marchés financiers », document de travail, Institut du Fond Monétaire International, novembre.
- L EROUX, François (2001)** « Réforme du secteur financier », document de travail, Institut du Fond Monétaire International, novembre.
- L EVINE, R. ; RENELT, D. (1992)** « A sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions », *The American Economic Review*, Vol. 82, N.° 4, September, pp. 942-963.
- L EVINE, Ross (1996)** « Les marchés boursiers stimulent la croissance », *Finance & Développement*, Vol. 33, N.° 1, mars.
- L EVINE, Ross (1997)** « Financial Development and Economic Growth : Views and Agenda », *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, N.° 2, June.
- L EVINE, Ross (1998)** « The Legal Environment, Banks and Long-run Economic Growth », *Journal of Money, Credit and Banking*, Part 2, Aug..
- L EVINE, Ross (1999)** « Law, Finance, and Economic Growth », *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 8, N.° 1/2, Apr..
- L evine, Ross and Z ervos, Sara (1996)** « Stock Markets, Banks, and Economic Growth », *World Bank Policy Research Working Paper*, N.° 1690, Dec..
- L EVINE, Ross ; L OAYZA, Norman and B ECK, Thorsten (2000)** « Financial intermediation and growth : Causality and cause », *Journal of Monetary Economics*, N.° 46.

- L evy, Nathalie (1993)** « Le système financier Italien : un essai d'interprétation théorique » Thèse pour le Doctorat de sciences économiques, Université de Paris X Nanterre, janvier.
- L EWIS, M. and D AVIS, K. (1987)** *Domestic and international banking*, Philip Allan Oxford.
- L INDGREN, Carl-Johan and G ULDE, Anne-Marie (2000)** « Financial Sector Crisis and Restructuring : lessons from Asia », *International Monetary Fund, Occasional Paper*, January.
- L UIZ, A. et D A S ILVA, Pereira (2000)** « Les systèmes financiers en Asie doivent-ils se réformer ? Oui. Est-ce suffisant pour éviter une nouvelle crise financière ? Non », *Epargne Sans Frontière-Techniques Financières et Développement*, N.° 57-58, mars.
- L YNCH, David (1995)** « Does Financial Sector Development Matter to Investment? », *Saving and Development*, Vol. 19, N.° 1, Italy.
- M ALINVAUD, Edmond (1997)** « Un regard critique sur les nouvelles théories de la croissance », *Problématiques économiques*, N.° 2.510-2.511, 5-12 mars.
- M ARCHETEAU ; D AHAN ; P ELLOUX ; B ERMAN et S AVIO (1995)** *dictionnaire de l'anglais économique & commerciale et financier*, anglais-français/français-anglais, Collection : Pocket.
- M AATHERAT, Sylvie et T ROUSSARD, Philippe (2000)** « La titrisation et le système financier », *Revue d'Économie Financière*, N.° 59.
- M ATHIESON, D. J. ; R ICHARDS, A. et S HAMARA, S. (1998)** « Crises financières des marchés émergents », *Finance & Development*, décembre.
- M cKINNON, R. I. (1973)** *Money and Capital in Economic Development*, The Brookings Institution, Washington, DC.
- M cNaughton, Diana (1998)** « Banking System Development », Economics and Finance Institute, Ministry of Economy and Finance, Cambodia.
- M EHRAN, H. ; U GOLINI, P. ; B RIFFAUX, J-P. ; I DEN, G. ; L YBEK, T. ; S WARAY, S. and H AYWARD, P. (1998)** « Financial Sector Development in Sub-Saharan African Countries », *International Monetary Fund, Occasional Paper*, Washington, DC.
- M ÉNARD, A. (1990)** *L'économie des organisations*, Ed. : La Découverte, Paris, Collection : Repères.
- M ERTON, Robert C. (1992)** « Financial Innovation and Economic Performance », *Journal of Applied Corporate Finance*, Winter, Vol. : 4, N.° 4, pp. 12-22.
- M ISHKIN, Frederic S. (1998)** *The economics of money, banking and financial markets*, addison wesley.
- M IYAKAWA, Masayoshi (2001)** « Economic Development in Asia & the Role of Capital Market, and about Tokyo Stock Exchange », Overseas Public Relations, Tokyo Stock Exchange, October.
- M OLHO, L. E. (1986)** « Interest Rates, Saving and Investment in Developing Countries : A re-examination of the McKinnon-Shaw Hypotheses », *IMF Staff Paper*, N. 33.

- MONTGOMERY, John (1997)** « The Indonesian Financial System – Its Contribution to Economic Performance, and Key Policy Issues », *International Monetary Fund, Working Paper*, April.
- MONTIEL, P. J. ; O LARN, C. ; GIRARDIN E. ; ITO, T. and PARK, Y. C. (2004)** « Monetary and Financial Integration in East Asia : The Way ahead », ADB edition, March.
- Morgan, J. P. (1999)** « Reform Progress in Asian 's Crisis Economies, Asian Financial Markets », July, 24.
- MUET, Pierre-Alain (1997)**, « Le renouveau théorique : Un panorama des théories contemporaines », *Problématiques économiques*, N.° 2.510-2.511, 5-12mars.
- MURINDE, Victor and NG, Fern S. H. (1994)** « Financial Restructuring and Economic Growth in Singapore », *Saving and Development*, Vol. 28, N.° 2.
- MUZAFAR, Shah Habibullah (1999)** « Financial Development and Economic Growth in Asian Countries : Testing the Financial-Led Growth Hypothesis », *Saving and Development*, Vol. 23, N.° 3.
- NASUTION, A. (1999)** « Recent Issues in the Management of Macroeconomic Policies in the Philippines in Rising to the Challenge in Asia : A Study of Financial Markets », *Asian Development Bank*, Vol. 10.
- OKONJO, I. ; KWAKWA, N. ; BECKWITH, V. A. and AHMED, Z. (1999)** « Impact of Asia's Financial Crisis on Cambodia and the Laos PDR », *Finance and Development, quarterly IMF magazine*, Vol. 36.
- OLSON, Mancur Jr. (1997)** « Pourquoi certaines nations sont-elles riches et d'autres pauvres? », *Problématiques économiques*, N.° 2.510-2.511, 5-12 mars.
- ORLEAN, André (1988)** « Pour une approche cognitive des conventions économiques », *Revue Économique*, N.° 2.
- O'TOLENGHI, Daniel (1999)** « Des gains incertains : la libéralisation financière dans les pays méditerranéens », *Revue d'Économie Financière*, N.° 52, mars.
- PAKORN, Vichyanond (2000)** « How to prevent another crisis country report : Thailand », Paper presented to the Asian policy Forum, Asian Development Bank Institute.
- PARK, Y. C. and LEE, J. W. (2002)** « Financial Crisis and Recovery : Patterns of Adjustment in East Asia, 1996-1999 », *Research Paper Series*, N.° 45, Asian Development Bank Institute, October.
- PATRICK, H. T. (2001)** « Corporate Governance and the Indonesian Financial System : A Comparative Perspective », paper prepared for the Columbia UniversityCSIS program in Indonesian Economic Institution Building in a Global Economy, APEC Study Center, Columbia Business School, New York City, August.
- PATRICK, H. T. (1996)** « Financial Development and Economic Growth in Under-Developed Countries », *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 14, N.° 1, pp. 174-189.
- PETIT, Jean-Pierre (1997)** « Les marchés financiers des économies dynamiques d'Asie », *Revue d'Économie et Financière*, N.° 30.
- PIHON, Dominique (1998)**, « Les banques : nouveaux enjeux, nouvelles stratégies »,

la documentation française, N.° 5078.

P LUMMER, M. G. (2004) « Towards an ASEAN Bond Market », *The ASEAN Secretariat*.

P RADHAN, Mahmood and P ILL Huw (1997) « Financial Indicators and Financial Change : A Comparison of Africa and Asia », *Saving and Development, Quarterly Review* – Vol. 21, N.° 2.

P RUD'HOMME, Rémy (1969) *L'économie du Cambodge*, coll Tiers Monde, PUF, Paris.

Q UENAN, Carlos (2000) « Financement du développement des pays émergents par le marché : limites et ambiguïté », *Techniques Financières et Développement-Epargne Sans Frontière*, N.° 57-50, mars.

R AGHURAM, G. (1998) « The Past and Future of Commercial Banking Viewed through an Incomplete Contract Lens », *Journal of Money, Credit and Banking* , N.° 3, August, part 2.

R AJAN, R. S and S EN, R. (2004) *Liberalization of International Trade in Financial Services in Southeast Asia : Indonesia, Malaysia, Philippines, Thailand and Singapore*, Adelaide University Press, Australia.

R AMAKRISHNA, R. and T HAKOR, A. (1984) « Information reliability and a theory of financial intermediation », *Review of Economic Studies*, N.° 5.

R EILLE, Xavier (2001) « Questions de microfinance », document de travail, Institut du FMI, novembre.

R enverzez, Françoise (1986) « Finance directe ou finance indirecte, systèmes financiers comparés », *Journal des caisses d'épargne*, juillet.

R enverzez Françoise (1988), « Innovations financières, désintermédiation et économie d'endettement », *Économie et société*, série monétaire, janvier.

R EYES, A. (2004) « The Philippine Banking Industry : Competition, Consolidation and Systemic Stability », in *BIS Paper No. 4-The banking industry in the emerging market economies* : competition, consolidation and systemic stability, Bank of International Settlements.

R omer, Paul M. (1990) « Endogenous Technological Change », *Journal of Political Economy*, 98, S71-S102.

R OUBINI, N. and S ALA-I-MARTIN, X. (1992) « Financial repression and economic growth », *Journal of Development Economics*, « special issue », Interamerican Seminar on Economics, Vol. 39, N.° 1, July, pp. 5-30.

R OUBINI, N. and S ALA-I-MARTIN, X. (1995) « A Growth Model of Inflation, Tax Evasion, and Financial Repression », *Journal of Monet. Econ.*, Apr., Vol. 35, N.° 2, pp. 275-301.

R OUSSEAU, P. L. and W ACHTEL, P. (2000) « Equity Markets et Growth : Cross-country evidence on timing and outcomes, 1980-1995 », *Journal of Banking and Finance*, Vol. 24, pp. 1933-1957.

R OUSSEAU, Peter L. and W ACHTEL, Paul (1998) « Financial Intermediation and Economic Performance : Historical evidence from five industrialized countries », *Journal of Money, Credit and Banking*, Nov..

- R UGRAFF, Eric (1999)** « Concurrence bancaire et transition financière dans les pays d'Europe centrale : l'apport des banques étrangères », *Revue d'Économie Financière*, N.° 55.
- S a, Sopanha (2001)** « Les investissements directs étrangers dans les économies intermédiaires de l'ASEAN : des origines aux impacts », thèse de doctorat, Université Panthéon-ASSAS (Paris II).
- S ACHS, J. ; T ORNELL, A. and V ELASCO, A. (1996)** « Financial Crisis in Emerging Markets" : The Lessons from 1995 », *Brookings Papers on Economic Activity*.
- S aint-Etienne (1990)** *Financement de l'économie et politique financière*, Hachette, Paris.
- S AINT-PAUL, Gilles (1997)** « Nouvelles théories de la croissance et politique économique », *Problématiques économiques*, N.° 2.510-2.511, 5-12 mars.
- S alama, Pierre (1989)** *La dollarisation : Essai sur la monnaie, l'industrialisation et l'endettement des pays sous-développés*, Agalma, Ed. : La Découverte, Paris.
- S AREL, Michael (1996)** « Growth in East Asia », *International Monetary Fund, Economic Issues*, N.° 1, November.
- S CANNAVINO, A. (1992)** *Actualité de la théorie de l'intermédiation financière*, in E. Girardin, *Finance Internationale, l'état actuel de la théorie*, Ed. : Economica, Paris.
- S CHMIDT-HEBBEL, Klaus, S ERVÉN, Luis et S OLIMANO, Andrés (1997)** « Épargne, investissement et croissance », *Problématiques économiques*, N.° 2.510-2.511, 5-12 mars.
- S ELLIER, Cécile (1997)** « Marchés émergents d'Asie du sud-est : un décollage sous contrainte », *Revue d'Économie Financière*, N.° 44.
- S ELLIER, Cécile et P ILLON, Patrick (1999)** « La crise monétaire en Asie du sud-est », *Revue d'Économie Financière*.
- S EVERINO, Jean-Michel (2000)** « Les systèmes financiers dans les pays en développement : perspectives d'avenir », *Epargne Sans Frontière-Techniques Financières et Développement*, 57-58, mars.
- S HAW, E. S. (1973)** *Financial Deepening in economic development*, Oxford University Press.
- S HENG, Andrew (1997)** « Hong kong dans la finance du sud-est asiatique », *Revue d'Économie Financière*, N.° 44.
- S HIN, Myoung-Ho (2000)** « ADB Conference on Government Bond Markets and Financial Sector Development in Developing Asian Economies », The report of the vice President, Asian Development Bank, March.
- S HIRAI, S. (2001)** « Overview of Financial Market Structures in Asia-Cases of the Republic of Korea, Malaysia, Thailand and Indonesia », *Asian Development Bank Instutute, Research Paper Series*, N.° 25, 2001.
- S IKORSKI, Trevor (1994)** « Limits to Financial Liberalization : The Experiences of Indonesia and The Philippines », *Saving and Development, Quartery Review*, Vol. 18 N.° 4.
- S INGH, A. (2004)** « Les pays en développement doivent-ils encourager la Bourse? »

CNUCED Bulletin, mars-avril.

- S ONN, Khunthor (2002)** « Le crédit rural au Cambodge », rapport du bureau de supervision des banques spécialisées et des instituts de microfinance, Cambodge.
- S OUNY, Chanbomoch (2005)** « Le développement du Cambodge », entretien, Phnom Penh, Cambodge.
- S TIGLITZ, Joseph E. (1985)** « Credit Markets and the Control of Capital », *Journal of Money, Credit, and Banking*, 17.
- S tiglitz, Joseph E. (1989)** « Financial Markets and Development », *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 5, N.° 4.
- S tiglitz, Joseph E. and W EISS, Andrew (1981)** « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », *American Economic Review*, N.° 71, June.
- T AY, Wendy (2000)** « Banking Sector Reform in China, Taiwan », The Central Bank of China, Taipei, Taiwan, ADBI-SEACEN Capacity Building Seminar on Banking Sector Reform, August.
- T HE, L. (2004)** « Financial Sector : Malaysia, Industry Sector Analysis », presented for ASEAN Working Groupe Meeting, 2004, The ASEAN Secretariat.
- T HANAPAISAL, Chaiyun ; W IRUSHSILPA, Prapin and C HAIYAWAN, Supak (2003)** « Banking Sector Reform in Thailand », ADBI-SEACEN Capacity Building Seminar on Banking Sector Reform, August.
- T HORN, R. S. (1956)** « Financial intermediaries and the saving-investment process », *Journal of Finance*, may.
- T HORNTON, John (1994)** « Financial Deepening and Economic Growth : Evidence from Asian Economies », *Saving and Development, Quarterly Review* No. 1 – XVIII.
- T OBIN, James (1984)** « On the efficiency of the financial system », *Lloyds Bank review*.
- T ORIUMI, Iwaon (2001)** « The Role and the Function of the Bank of Japan », International Relationas Group, International Department, Bank of Japan, October.
- V enet, Baptiste (1994)** « Libéralisation Financière et Développement Économique : une revue critique de la littérature », *Revue d'Économie Financière*, N.° 29.
- V IGIER, Jean-Paul (2000)** « Micro-crédit, finance solidaire ? Est-ce la même chose ? », *Techniques Financières et Développement-Epargne Sans Frontière*, 57-50, mars.
- V ILANOVA, Laurent (1997)** « La décision de prêt bancaire comme signal imparfait sur l'emprunteur », *Revue d'Économie Financière*, N.° 42.
- WEBSTER, L and B ORING, D.(2000)** « The Private Manufacturing Sector in Cambodia : A survey of 63 firms », Mékong Project Development Facility, Private Sector Discussion Paper no. 11, Novembre.
- W ELLS, S. (1999)** « Solid Crust with soft centre : A problem of enforcement in the Philippine Capital Market in Rising to the Challenge in Asia : A study of financial makets », Asian Development Bank, Vol. 10.
- W ILLIAMSON, Stephan D. (1986)** « Costly Monitoring, Financial Intermediation, and Equilibrium Credit Rationing », *Journal of Monetary Economics*, Vol. 18.

W RIGHT, Vernon H. C. et D UNN, Thomas (2000) « La titrisation des actifs : le point de vue d'un émetteur », *Revue d'Économie Financière*, N.° 59.

Y OSHITOMI, M. and S HIRAI, S. (2001), « Designing a Financial Market Structure in Post-Crisis Asia : How to Develop Corporate Bond Markets », Asian Development Bank Institute.

II. Périodiques et rapport de recherches

ACLEDA (1998) : Micro-finance « impact survey report », product development & marketing department, Phnom Penh, June.

ADB (1999) : « Rising to the Challenge in Asia : A Study of Financial Market », Asian Development Bank.

ADB (1999) : Overview Report on Banking Sector Reforms, Study of Financial Markets in Selected Member Countries, Report prepared for RETA 5770, Manila, Philippines.

ADB (2000) : Conference on « Government Bond Markets and Financial Sector Development in Developing ASEAN Economies », Manila, Philippines, 28-30 March.

ADB : Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries, Asian Development Bank-Banque Asiatique de développement, 2000-2005. <http://www.adb.org>

ADB (1999) : subtitle : « The bond market development in Asian countries and the way forward », annual report, Manila, The Philippines.

ADB : Annual report, 1998-2004.

ADB : Asian Economic Monitor report, Asian Development Bank, 2000-2005, <http://www.aric.adb.org>

AFD (2001) : Une étude sur les marchés de prêt parallèle faite par l'Agence Française de Développement, Cambodge.

ARIC : Asia Recovery Report, Asia Recovery Information Center, Asian Development Bank, 1999-2005.

ASEAN (2001) : Training Awards, Seminar on « Public Finance and the Economic Analysis of the Government Sector », Singapore Cooperation Programme, Singapore, 30 April to 04 May.

ASEAN Finance Minister Meeting : les documentations pour la réunion des ministres de finances des pays membres de l'ASEAN, 1999-2005.

ASEAN Secretariat (2000) : « Facts and Figures : Costs of investing and doing business in ASEAN ».

ASEAN Statistical : The ASEAN Secretariat, 2003-2005. <http://www.aseansec.org>

ASEAN Surveillance Report, 2002-2004

ASEAN + 3 (2003) : Seminar on China's Financial Reform, December, Shenzhen, China.

ASEAN + 3 (2004) : Senior Policy Seminar on Monetary and Financial Integration in East Asia : The Way Ahead, March, ADB Headquarters, Manila, Philippines.

ASEAN+3 (2003) : Workshop on « Monitoring Private Capital Flows in ASEAN+3 », Manila, Philippines, 25-26 April.

ASEAN+3 (2004) : Special Expert Group Meeting, « Asian Bond Market Development : ACD Bond Fund », March, Bangkok Thailand.

ASIA Times (2000) : <http://www.atimes.com/reports/> , « Special report : Country Report : The Kingdom of Cambodia ».

ASIAN BOND MARKETS INITIATIVE (2003), « Symposium on Foreign Exchange Transactions and Settlement Issues », Malaysia, October.

ASIAN Bond Website : <http://www.asianbond.com>

Bank Indonesia (2000) : « Bank Restructuring and Recapitalization in Indonesia », August.

Bank Indonesia (2002) : « ASEAN +3 Template on phase 1 of Economic Reviews and Policy Dialogues », April.

Bank Indonesia (2004) : « Bank Restructuring and the ways forward », May.

Bank Indonesia : <http://www.bi.go.id> annual report, monthly report, quarterly report, 1997-2004.

Bank of Amérique (1999) : « Banking Reform in Asia : Comparative Rankings of Progress Made », *Asian Financial Outlook* 25 :19, 1999.

Banque de Thaïlande : <http://www.bot.gov.th> annual report, monthly report, quarterly report, 1997-2004.

Banque Mondiale (1989) : « Systèmes financiers et développement, indicateurs du développement », Washington DC. <http://www.worldbank.org>

Banque mondiale (1999), « Cambodia public expenditure review : enhancing the effectiveness of public expenditures », volume 1, The case of Cambodia, January.

Banque mondiale, « Global Financial Indicator Development » 1999-2004.

BAPEPAM : <http://www.baepepam.go.id> annual report, monthly report, quarterly report, 1996-2004.

BNC (1996) : « Loi sur l'organisation et le fonctionnement de la Banque Nationale du Cambodge », Journal Officiel, 4^{ème} année, numéro spécial, janvier.

BNC (1997) : « Lois sur l'échange », Journal Officiel, 5^{ème} année, numéro 31 bis, août.

BNC (2002) : « Prakas relating to the implementation of law on Banking and Financial Institutions », National Bank of Cambodia, February.

BNC (2003) : « Monetary and exchange issues in Cambodia, by the economic research department », National Bank of Cambodia, march. <http://www.nbc.com.kh>

BNC (2004) : « Rural credit in Cambodia, supervision office of decentralized banking system », handbook, National Bank of Cambodia, September.

BNC (2004) : le document de la comité de politique monétaire de la Banque Nationale du Cambodge.

BNC : annual report, monthly report, quarterly report, 1996-2004, 2005.

- BNC** : Prakas regulation and circular, prakas.doc, jusque fin 2005.
- BNM (2003)** : « The Malaysian Financial System Structure »,
<http://www.bnm.gov.my/fn sys/fm.htm>
- BNM (2004)** : « The Central Bank and the Financial System in Malaysia : A Decade of Change », BNM, Kuala Lumpur.
- BNM (2004)** : « Financial Sector Stability-The Masterplan », Bank Negara Malaysia, Kuala Lumpur, March. <http://www.bnm.gov.my>
- Cambodge (1999)** : « The financial system of decentralized praticability », séminaire sur la pratique du système financier décentralisé, 15, 16 décembre, Phnom Penh, Cambodia.
- Cambodge (2002)** : « The Royal Government Policy in the Field of Microfinance », séminaire national sur la politique du Gouvernement Royal dans le secteur de la micro-finance, 28-30, mars, Phnom Penh, Cambodia.
- Cambodge (2003)** : « The Projection of Financial Statement, séminaire sur la projection de l'état financier », 29-30 septembre, Phnom Penh, Cambodia.
- Cambodge (2005)** : « The saving and the mutual of credit network », séminaire sur le réseau de crédit de l'épargne et de mutuel, 29 janvier, Phnom Penh, Cambodia.
- Cambodge (2002)** : « Letter of intent, supplementary memorandum of Economic and financial policies and technical memorandum on understanding », letter of the IMF, June 21. <http://www.imf.org/external/NP>
- CCDR** : « Rapport du Comité de Crédit pour le Développement Rural », 2000-2004, 2005.
- CCDR** : « Sous-décret du Gouvernement royal du Cambodge », identifiant les rôles et les responsabilités de la Comité de Crédit pour le Développement Rural, 1995, et la nouvelle version en 2005.
- CDC (2005)** : « Développement socio-économique, besoin et propositions », Cambodian Development Council - CDC, janvier.
- CDRI (1999)** : « Economy Watch : 1999 », Cambodia Development Resource Institute-CDRI.
- China (2003)** : « Study tours, Shen Zhen Stock Exchange », Quangdong, Chine, Novembre.
- Credit Committee for Rural Credit Technical Unit, rural credit in Cambodia**, édit. handbook, Phnom Penh, May 1997.
- Deutsche Bank (1999)** : « Is Asian 's Recovery Sustainable? », *Global Emerging Markets* 2(3) :8.
- DFAT (1999)** : « Asia's Financial Markets : Capitalizing on reform », East Asia Analytical Unit (EAAU), Department of Foreign Affairs and Trade, Australia, Australia.
- DFAT (2003)** : « Indonesia : facing the challenge », East Asia Analytical Unit, Commonwealth of Australia.
- DFAT (2004)** : « The New ASEAN : Cambodia, Burma, Laos, and Vietnam », Canberra, Australia.
- Euro money research guides (2003)** : « The 2003 Guide to Malaysia », The published

with the EUROMONEY, September.

Financial Stability Forum (2001) : « International Standards and Codes to Strengthen Financial Systems », International Monetary Fund, April.

FMI (1998) : « Fund-Supported Programs in the Asian Crisis », EBS/98/202, International Monetary Fund, November 25. <http://www.imf.org>

FMI (2000) : Seminar on « Public Expenditure and Treasury Management », Joint Vienna Institute, IMF, Austria, May 8-19.

FMI (2001) : « Macroeconomic Management and Financial Sector Issues », course at IMF Institute, Washington D.C. USA, 05-16 November.

FMI (2003) : « Pays en développement : défis des marchés de capitaux et performances économiques », *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre, 52-84.

FMI (2004) : « The Cambodian Banking Development over the last decade », rapport de recherche fait par l'office du Fond Monétaire International au Cambodge, inédit.

FMI : « World Economic Outlook », Washington D.C, 2003-2004.

FMI-Cambodia (2002) : « Fifth Review under the poverty reduction and growth facility and request for waiver of a performance criterion », staff report, *IMF Staff Country Report No. 02/156*, July.

Indonesia (2004) : Study tours, BAPAPEM, Jakarta, Inodesia.

Indonesia (Country paper) for ASEAN Finance Ministers Meeting-AFMM on « Progress on financial restructuring », Philippines, 2003.

Indonesia (Country Report) for ASEAN Finance Minister Meeting-AFMM, 1999-2005.

INS (2005) : « Rapport annuel et trimestriels de l'Institut National des Statistiques », 2000-2004, Institut National de Statistique, Cambodge.

Japan (2001) : Study tours, Tokyo Stock Exchange, Japon.

Japan-Singapore (2003) : Seminar Partnership Programme For The 21st Century on « Contemporary Development in Banking and Finance », 03-13 November, Singapore.

Malaysia (2005) : Study tours, Malaysian Stock Exchange, et le Securities Commission, Mars.

Malaysia (Country paper) for ASEAN Finance Ministers Meeting-AFMM on « Progress on financial restructuring », Philippines, 2003.

Malaysia (Country Report) for ASEAN Finance Ministers Meeting-AFMM, 1999-2005.

Thailand (Country paper) for ASEAN Finance Ministers Meeting-AFMM on « Progress on financial restructuring », Philippines, 2003.

Malaysia-SEC (2000) : « Setting New Horizons for the Malaysian Capital Market », Annual Report 2000, The Securities Commission, Malaysia. <http://www.sec.go.my>

MAS (2004) : « Number of Financial Institutions and Relevant Organizations in Singapore », Monetary Authority of Singapore.

MAS (2005) : « Types and Number of banks », 3rd quarterly report, Singapore, <http://www.mas.gov.sg/display.cfm>

MAS (2005) : les rapports annuels, les rapports mensuels, les rapports trimestriels.

- MEF (1993)** : « Loi sur le système financier », Ministry of Economy and Finance, version khmer, décembre.
- MEF (1995)** : « Droit des affaires au Cambodge : la situation au 1^{er} janvier 1995 », le ministère de l'économie et des finances, édi. du Mékong, Phnom Penh, décembre.
- MEF (1995)** : « Cambodian Capital Market Law », December.
- MEF (1999)** : « Le rapport du département de la propriété de l'État », Ministère de l'Économie et des Finances, Assistance Technique du JICA, Japon.
- MEF (2002)** : Prakas du Ministère de l'Économie et des Finances sur l'acquisition des actions de la banque pour le commerce extérieur de la Banque Nationale du Cambodge.
- MEF (2003)** : « Projet d'installation d'un réseau mutualiste d'épargne et de crédit au Cambodge », Centre International du Crédit Mutuel de France, Ministère de l'économie et des finances, Cambodge.
- MEF (2005)** : « Public Financial Management Reform Program », Ministère de l'Économie et des Finances, Cambodia.
- MEF** : « Economic and Finance Review », *quarterly report*, 2002-2005.
- MEF** : « Les bulletin mensuel de la statistique », 2004-2005.
- MOF (2003)** : « Settlement Systems of East Asian Economies », Institute for International Monetary Affairs, Ministry of Finance, Japan, September.
- MOF/JCIF (2001)** : Development Policy Seminar (focus on financial issues), Tokyo, JAPAN, 15-24 October.
- PNUD (1998)** : « Les doutes sur la croissance : comment définir une bonne croissance économique? », Rapport mondial sur le développement humain, Programme des Nations Unies pour le Développement.
- SEACEN-ADB Institute (2000)** : Capacity Building Seminar on « Banking Sector Reform », Kuala Lumpur, Malaysia, 14-23, August.
- SEACEN-ADB Institute (2002)** : Capacity Building Seminar on « Bank Restructuring », 10-24, July, Penang, Malaysia.
- Singapour (2004)** : Study tours, SGX, Singapour.
- Thailand (2003)** : Study tours, Stock Exchange of Thailand, Septembre.
- Thailand (Country Report)** for ASEAN Finance Ministers Meeting-AFMM, 1999-2005.
- Thailande (2004)** : « Report of Association of Mutual Fund Business Group », Thailand.
- Thailand-SEC (2001)** : « State enterprises & Privatisation-Colorful paint in the Thai Capital Market », the office of the Securities and Exchange Commission, wireless road, first issue. <http://www.sec.gov.th>
- Thailand-SEC (2002)** : « Reforming Capital Markets : The Master Plan to focus on reinforcing the strengths of the market », Ministry of Finance, Thailand, release No. 3.
- Thailand-SEC (2002)** : « SEC announces plan to increase investor participation in the year 2003 », The Securities and Exchange Commission, Thailand.
- The ASEAN Secretariat (2005)** : Technical Assistance for « Bond Market Development in Cambodia », Report made by NOMURA RESEARCH INSTITUTE, JAPAN, Under

ASEAN+3 Asian Bond Markets Initiative (ABMI).

The Seventh ASEAN Surveillance Report, for the ASEAN Finance and Central Bank Deputies Meeting (AFDM), August 2003, Manila, The Philippines.

The Sixth ASEAN Surveillance Report, for the ASEAN Finance and Central Bank Deputies Meeting (AFDM), April 2002, Yangon, Myanmar.

World Development Indicators database, 2002-2004, quarterly 2005.

<http://www.mas.gov.sg> (la commission de bourse et aussi la Banque Centrale, Singapour)

<http://www.sgx.sg> (le marché boursier de Singapour)

<http://www.sbp.gov.ph> (la Banque Centrale des Philippines)

<http://www.sec.gov.ph> (la commission de bourse des Philippines)

<http://www.sec.gov.th> (la commission de bourse de Thaïlande)

<http://www.bot.gov.th> (la banque centrale de Thaïlande)

<http://www.bnm.go.my> (la banque centrale de Malaisie)

<http://www.sec.go.my> (la commission de bourse de Malaisie)

<http://www.bi.go.id> (la banque centrale de l'Indonésie)

<http://www.bapepam.go.id> (la commission de bourse de l'Indonésie)

<http://www.sbv.gov.vn> (la Banque Centrale du Vietnam)

<http://www.ssc.gov.vn> (la commission de bourse du Vietnam)

<http://www.mef.gov.kh> (le ministère de l'économie et des finances, Cambodge)