

Université d'Oran

*Faculté des Sciences Économiques, des Sciences de
Gestion et des Sciences Commerciales*

Mémoire de Magister en Sciences Économiques
Option : Économie de l'intégration régionale

Thème :

Développement financier, supervision bancaire
et croissance économique: cas des pays du Sud et de
l'Est de la Méditerranée

Préparé et soutenu par :
M^{elle}. Imen BENAOUA

Sous la direction de :
M^r. Rafik BOUKLIA-HASSANE

Jury de soutenance composé de :

Président : M^r. Habib BENBAYER, *Professeur – Université d'Oran.*

Rapporteur : M^r. Rafik BOUKLIA-HASSANE, *Maître de conférences – Université d'Oran.*

Examineur : Mme. Nadia CHETTAB, *Professeur – Université d'Annaba.*

Examineur : Mme. Wahiba AIT HABOUCHE, *Maître de conférences – Université d'Oran.*

Examineur : Mme. Najet ZATLA, *Maître de conférences – Université d'Oran.*

Année Universitaire : 2008/2009

Les années récentes ont connu une avancée significative dans l'étude de la relation entre le secteur financier et la sphère réelle grâce à l'émergence des théories de croissance endogène. Même si la plupart des études théoriques et empiriques concluent à un effet positif du développement financier¹ sur la croissance, plusieurs arguments et faits stylisés ont conduit à jeter un certain doute sur la solidité de cette relation. En effet, si le développement financier stimule la croissance économique, l'instabilité qu'il engendre exerce l'effet inverse. Ainsi, les crises bancaires et financières qui ont secoué dernièrement les places financières internationales plongeant l'économie mondiale dans la récession montrent qu'un développement financier non régulé peut être une source d'instabilité financière et nuire par conséquent à la croissance lorsque l'économie est démunie de mécanismes prudents puissants et de systèmes de supervision efficaces sans compter les effets de contagion susceptibles de se mettre en place avec l'ouverture et la mondialisation. Dès lors, outre la stabilité macro-économique, il apparaît que la mise en place d'un système de supervision performant est le préalable indispensable à toute politique de libéralisation et de développement financiers. Celui-ci ne peut qu'aller de paire avec le développement de la structure institutionnelle, en particulier, le respect des droits et des règles prudentiels. Notre thème de recherche s'inscrit dans cet ordre d'idée. Il s'agit pour nous de mettre en évidence les interactions entre le développement du secteur financier, la supervision bancaire et la croissance économique.

Durant ces dernières décennies, plusieurs pays émergents ont mis en place des politiques économiques afin de bénéficier pleinement de l'expansion de leurs systèmes financiers. Même si les pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée (PSEM) sur lesquels nous concentrons notre attention ont progressivement réformé leurs systèmes financiers, ces efforts ont été éclipsés par des réformes plus importantes dans d'autres régions du monde, en particulier dans les pays asiatiques à marché émergent. La question centrale qui se pose à ce

¹ Nous retenons la définition large de Kangni Kpodar (2006) du développement financier qui considère que : « un système financier se développe lorsqu'il se produit : (a) une accumulation des actifs financiers, (b) une augmentation de la gamme des instruments financiers (autrement dit une diversification des actifs financiers) et un accroissement de la diversité des institutions financières, (c) une amélioration de l'efficacité et de la concurrence dans le secteur financier, et (d) un accroissement de l'accès de la population aux services financiers ».

croissance économique ?

Afin de cerner cette question centrale, notre démarche a consisté à structurer notre problématique autour de deux interrogations, théoriques d'abord mais se devant d'être soumises ensuite à une validation empirique. Celles-ci se présentent comme suit:

- Le développement financier favorise-t-il le développement économique ?
- Le niveau de supervision bancaire a-t-il une influence sur l'impact du développement financier sur la croissance ?

Pour répondre à ces questions, on se propose de mettre en œuvre des tests économétriques sur un échantillon composé des pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée. Ces pays sont : L'Algérie, l'Égypte, Israël, la Jordanie, le Liban, le Maroc, la Syrie, la Tunisie et la Turquie. A des fins de comparaison, nous avons constitué un deuxième échantillon regroupant 83 pays qui jouent le rôle d'échantillon témoin. Ces tests sont réalisés à l'aide de deux méthodes économétriques : (i) une estimation en coupe transversale et (ii) une estimation sur données de panel. L'étude couvre la période 1976-2005.

Le travail que nous présentons est articulé autour de quatre chapitres. Le premier chapitre présente une revue de la littérature sur le rôle du secteur financier dans le développement économique. La première section est consacrée aux travaux théoriques et empiriques des précurseurs. Tant les effets positifs que les critiques de la théorie de la libéralisation financière sont abordés dans la deuxième section. Dans la dernière section, les interactions entre le développement financier et la croissance économique sont mis en évidence dans le cadre des nouveaux modèles de croissance endogène.

En fait, le lien entre le développement du secteur financier et la croissance économique est sensiblement plus complexe que ne laissent penser certains écrits. Aussi, l'accent est mis dans le deuxième chapitre sur le sens de causalité entre ces variables ainsi que sur d'éventuels effets de seuil. Nous montrons également comment le développement financier risque d'être une source d'instabilité financière en l'absence d'un système de

Les deux derniers chapitres sont des analyses empiriques.

Dans le troisième chapitre, nous évaluons les niveaux de développement financier et de supervision bancaire dans les PSEM et nous comparons les performances de cet ensemble économique à ceux de autres régions du monde pour lesquelles nous disposons de données.

Le quatrième chapitre est consacré à l'étude empirique des interactions entre le développement financier, la supervision bancaire et la croissance économique. Ce chapitre couvre la présentation du modèle, des données, de la méthodologie et des résultats obtenus. Dans cette partie, le lien entre le développement financier et la croissance est étudié en testant un modèle théorique basé sur la théorie de croissance endogène. Pour cela, nous élaborons un modèle qui part d'une fonction de Cobb-Douglass augmentée par le capital humain et un facteur de développement financier. A ce modèle est ajoutée par la suite une variable proxy de supervision bancaire. Les différentes validations économétriques sont effectuées en coupe transversale puis à l'aide de l'économétrie des panels.

E DU SECTEUR FINANCIER MENT ÉCONOMIQUE

La littérature sur la relation entre le secteur financier et la croissance économique est très vaste et ancienne. Elle remonte aux travaux de Shumpeter (1992) ainsi que les contributions publiées dans les années 60 (Gurley et Shaw, 1960 ; Goldsmith, 1969). Mais, ce n'est qu'à partir des années 70 et à la suite de la publication des travaux de McKinnon (1973) et Shaw (1973) sur la libéralisation financière que les économistes ont analysé la contribution de l'activité financière sur la croissance. La littérature sur la relation entre le développement financier et la croissance a connu un renouveau dans les années 80 et 90 grâce à l'émergence des théories de la croissance endogène qui ont permis d'intégrer le facteur financier dans les modèles de croissance. Ces études ont montré que le développement du système financier devient une source d'efficacité qui peut favoriser la croissance.

Nous nous proposons, dans un premier chapitre, de passer en revue les principales contributions qui ont été apportées à travers le temps sur le rôle du secteur financier dans le développement économique. Dans une première section nous exposons les travaux antérieurs qui ont pu influencer les fondateurs de la libéralisation financière, puis, dans une seconde section, nous présentons dans un premier temps les arguments de la théorie de libéralisation financière, ensuite, nous exposons dans un second temps les critiques qui lui sont adressées notamment celle liées à la prise en compte du secteur financier informel et aux problèmes informationnels. Enfin dans une dernière section, nous mettons en évidence la relation entre le développement financier et la croissance économique dans le cadre des modèles de croissance endogène.

SECTION 1 : LES PRÉCURSEURS DE L'ANALYSE DE L'INTERMÉDIATION FINANCIÈRE

Bien avant les travaux de McKinnon et Shaw, de nombreux économistes ont mis en avant les liens existants entre les sphères financières et réelles. Certains ont essayé de poser les fondations d'une théorie de l'intermédiation financière. D'autres par contre, ont essayé de confronter l'analyse théorique à l'expérience des pays.

1.1.1 L'approche schumpeterienne de l'intermédiation financière

Dans une contribution majeure, Schumpeter (1911, 1935) montre que le crédit sert le développement industriel et qu'il est une condition préalable à la création et au développement de l'innovation. Ainsi, les intermédiaires financiers jouent un rôle primordial dans la promotion de la croissance économique.

En considérant une économie de plein emploi, Joseph Schumpeter soutient l'idée que la unique source de croissance de la production peut provenir de l'amélioration des combinaisons existantes des facteurs de production. Schumpeter place donc l'innovation au cœur de son analyse : l'entrepreneur qui est en même temps innovateur doit trouver les fonds nécessaires à la mise en œuvre de son innovation. Le banquier apparaît donc comme l'intermédiaire qui permet à l'entrepreneur d'innover.

Afin de réaliser son projet innovateur, l'entrepreneur doit détourner les moyens de production de leur première utilisation. Pour cela, l'entrepreneur a besoin de crédit, c'est-à-dire de pouvoir d'achat qui lui permet d'acquérir les facteurs de production qui lui sont nécessaires.

Dans son approche, l'auteur place le système financier, et, particulièrement, le système bancaire au centre du processus de développement car il permet de créer du pouvoir d'achat qui est indispensable à la croissance.

Schumpeter semble convaincu que les services financiers jouent un rôle d'impulsion de la sphère réelle. Le crédit apparaît comme indispensable pour la mise en œuvre du processus de production. L'entrepreneur a besoin donc de crédit, c'est-à-dire un pouvoir d'achat. Le banquier joue alors un rôle privilégié car il permet de trouver les fonds nécessaires pour réaliser son projet innovateur.

Gurley et Shaw (1960) sont considérés parmi les premiers auteurs qui se sont intéressés au rôle du secteur financier dans le développement économique. Selon eux, un système financier rudimentaire est incompatible avec un niveau suffisant d'épargne et donc d'investissement permettant le développement économique. En effet, le rôle essentiel du système financier et de la diversification de ses instruments est de permettre une croissance économique optimale. Gurley et Shaw illustrent cette idée en dressant la typologie des trois différents types des systèmes financiers qui peuvent exister dans une économie de marché.

Dans le premier type de système financier intitulé « finance rudimentaire », la monnaie est externe². Ce type de système ne comprend ni actif financier, ni marché financier. Les agents sont réduits alors à leur propre financement et chacun d'entre eux devrait avoir une position budgétaire en équilibre avec une épargne égale à l'investissement car on ne peut investir ni moins ni plus que sa propre épargne. Les projets d'investissement à haut potentiel ne peuvent être réalisés. Une telle situation entraîne une mauvaise allocation des ressources et affaiblit le niveau d'investissement et d'épargne. Le rythme de croissance de la production se trouve alors ralentit.

Dans le second type de système, les auteurs introduisent les créances directes (obligations, actions) et la monnaie interne³. La mise en place de technique de distribution et d'intermédiation permet de développer le financement externe, contribue à faire monter les niveaux de l'épargne et de l'investissement en augmentant pour le prêteur l'utilité marginale de son actif financier et en réduisant pour l'emprunteur la désutilité marginale de sa dette. Ces techniques permettent également d'améliorer l'allocation des ressources en soumettant aux prêteurs un nombre plus important de projets d'investissement.

Le dernier type de système financier est caractérisé par la présence de plusieurs actifs financiers différents émis par les institutions financières et non financières. La concurrence qui en résulte permet d'améliorer le bien être des prêteurs et des emprunteurs. En effet, ce système permet la diversification des portefeuilles des agents -et donc une réduction des

² La monnaie externe représente la monnaie émise en contre partie de l'endettement de l'État et de l'étranger (entrées de devises).

³ La monnaie interne représente la monnaie émise en contrepartie de l'endettement des agents privés.

financiers et d'allouer l'épargne à l'investissement de

Dans leur approche, le lien entre le secteur financier et le secteur réel est clairement établi : c'est la diversification et la concurrence à l'intérieur même de la sphère financière qui va permettre l'approfondissement du lien entre les deux. En effet, le développement de la sphère financière permet de mobiliser l'épargne et favorise la concurrence et la diversification des institutions financières. Ce qui permet de répartir l'épargne de manière optimale face aux possibilités d'investissement.

1.1.3 Une tentative de synthèse : Le rôle de l'intermédiation financière et le niveau de développement

Dans l'article de Patrick (1966), une attention toute particulière est portée à la profondeur du lien entre le développement financier et le développement économique. Ses travaux s'inscrivent en droite ligne de l'analyse de Schumpeter (1934) de l'innovation et de l'analyse de Gurley et Shaw (1960). Sa contribution est une synthèse entre les deux approches. Patrick est convaincu que le secteur financier joue un rôle d'impulsion dans le processus de croissance puisqu'il permet de financer efficacement des investissements qui incorporent des innovations technologiques plus élaborées. Le développement financier conduit également à une affectation optimale de l'épargne vers l'investissement par un mécanisme de marché. L'auteur suppose l'existence d'une influence réciproque entre le développement de la sphère financière et réelle : le développement financier peut stimuler la croissance, mais il peut être aussi la conséquence du développement du secteur réel.

Patrick (1966) distingue deux étapes dans le développement économique d'un pays. Dans le premier stade, c'est le développement financier qui induit le développement économique. Dans ce cas, on est en présence de phénomène de "supply leading" : le développement financier « incité par l'offre ». Comme chez Schumpeter, le secteur financier - notamment grâce à la collecte de dépôts par les intermédiaires financiers - permet de mobiliser les ressources bloquées dans le secteur traditionnel peu productif, de les transférer au secteur moderne plus efficace et des investissements de grande échelle. Pour diminuer le risque de faillite des intermédiaires financiers que le transfert des ressources peut provoquer, le secteur financier doit continuer à financer le secteur traditionnel et ce transfert doit se faire

ême un soutien provisoire de l'État aux institutions
pour assurer la viabilité du secteur financier.

Au fur et à mesure du développement économique, les marchés financiers se perfectionnent, ils deviennent plus liquides et donc moins risqués et le sens de causalité s'inverse comme chez Curley et Shaw. C'est le développement économique qui engendre l'expansion du système financier. Il apparaît alors un phénomène de "demand following" où la demande de financement et de services financiers entraîne le développement du secteur financier. Ce dernier satisfait d'une manière passive la demande qui s'adresse à lui et s'adapte aux besoins de financement du secteur réel de l'économie. Comme dans le premier stade, le rôle de l'État est important : il doit mener des politiques qui permettent le bon fonctionnement de l'économie de marché et éliminer les distorsions du mécanisme (inflation, fixation du taux d'intérêt) qui conduisent à une mauvaise réponse du système financier.

Pour Patrick, les institutions financières, même rudimentaires, exercent un rôle primordial dans la croissance économique. Le système financier agit sur le taux d'accumulation du capital de plusieurs manières :

- En créant des incitations à la constitution d'une épargne financière productive au détriment de l'épargne réelle improductive, il permet une allocation plus efficace de la richesse.
- Par son activité d'intermédiation et de transfert entre les épargnants et les investisseurs, il assure une allocation plus efficace des nouveaux investissements.
- Il accélère le rythme d'accumulation du capital grâce à la création de nouvelles incitations à épargner et à investir.

L'analyse de Patrick est fortement inspirée des travaux de Schumpeter (1934) et Curley et Shaw (1960) dont elle constitue une synthèse. En effet, dans la phase du "supply leading", la sphère financière constitue une impulsion à la croissance. Par contre, dans la phase de "demand following", le développement financier conduit à une centralisation de l'épargne domestique, une diversification croissante des institutions et des produits financiers. Ce qui entraîne une allocation optimale des ressources grâce à la concurrence.

contribution de Patrick est que le développement dominant pendant les phases initiales de développement économique, alors que le développement financier « induit par la demande » devient dominant lorsque le processus de développement économique arrive à maturité.

1.2 Les approches empiriques

1.2.1 L'analyse historique de Gerschenkron

Dans une importante contribution, Gerschenkron (1962) s'intéresse au rôle du système financier dans le développement économique. Son travail s'inscrit dans une vision Schumpétérienne. En étudiant l'histoire de l'industrialisation d'un certain nombre de pays européens, il constate que le rôle joué par les banques dans le développement d'un pays change selon le stade de développement économique. Plus précisément, ce rôle est déterminé par le niveau de développement au début du processus d'industrialisation. L'auteur explique l'existence d'écarts de développement entre les pays étudiés principalement par les différences du système financier. En Angleterre, la nation la plus avancée selon la typologie de l'auteur, étant donné la petite taille des entreprises, le plus souvent familiales, le processus d'industrialisation n'a pas nécessité la présence d'intermédiaires financiers actifs parce que les investissements avaient besoin de peu de capital et de savoir faire et donc étaient essentiellement autofinancés. De ce fait, le recours au financement externe était limité et la croissance économique était la conséquence du réinvestissement des profits. En revanche, l'Allemagne est un pays moyennement en retard et s'est industrialisée plus tard au moment où les techniques de production étaient plus avancées, donc ce processus nécessitait des investissements et des compétences des chefs d'entreprises plus élevées. Dès lors, le système bancaire a dû fournir grâce au crédit, le capital indispensable à la réalisation de grandes unités de production et la mise au point d'une technicité élevée. Ce système permet également de pallier le manque de savoir-faire des entrepreneurs. Quand à la Russie, considérée comme une économie bien plus en retard selon la classification de l'auteur, tout l'appareil industriel était à bâtir, ce qui rendait nécessaire un niveau d'investissement de plus grande échelle. Le besoin en capital était tellement important que le secteur bancaire était incapable à lui seul de remplir son rôle de pourvoyeur de fonds : ce qui a conduit à une grande implication de l'Etat dans l'offre de capitaux. Ce dernier, par le biais de sa politique de taxation permet d'orienter et de contrôler les investissements.

Les conclusions de l'analyse de Gerschrenkron sont double :

Etat- augmente avec le retard de l'économie.

2-D'autre part, plus le retard de l'économie est important, plus le rattrapage des économies qui se sont lancées plutôt dans le processus d'industrialisation sera rapide en se dotant principalement de technologies performantes déjà expérimentées dans ces économies. Toutefois, il peut apparaître un avantage du retard seulement si des transferts technologiques entre pays ont bien eu lieu.

1.2.2 L'analyse historique de Cameron

Au travers d'une étude historique portant sur les Etats Unis, le Japon et un certain nombre de pays européens, Cameron (1972) met en lumière le rôle du développement financier dans la promotion de la croissance économique. Pour l'auteur, une des innovations institutionnelles les plus importantes dans le processus de développement économique est l'apparition du système bancaire. Ce dernier permet une meilleure allocation des ressources et constitue l'unique intermédiaire privé qui crée de la monnaie. Il favorise également le progrès technologique. Selon Cameron, le système bancaire a permis de financer la plus grande partie des innovations techniques. Toutefois, il est convaincu que le développement financier entraîne une croissance plus soutenue et qu'il est lui-même la conséquence de cette dernière. Cependant, tout comme Gerschenkron il affirme que le rôle joué par les intermédiaires financiers change avec le contexte qui caractérise chaque pays.

Cameron a essayé d'expliquer, dans une perspective historique les échecs et les succès des tentatives d'industrialisation d'un certain nombre de nations. Il distingue entre deux groupes de pays qui ont réussi leur processus d'industrialisation. Le premier groupe (Belgique, Ecosse et Russie, Japon et USA) s'est caractérisé par un développement rapide et par un modèle "supply ó leading" : c'est le développement de la sphère financière qui a entraîné le développement de la sphère réelle. Le deuxième groupe (Allemagne, Angleterre, France) par contre s'est caractérisé par un modèle "demande-following". Pour l'auteur, si ces expériences se sont soldées par des résultats différents selon les pays c'est en grande partie à cause de l'attitude de l'Etat vis-à-vis du secteur bancaire. Ce dernier permet la formation du capital industriel et donc le développement économique si l'Etat assure l'existence de

minales et se garde de toute intervention qui vise à le l'État a contribué à la liberté et l'émergence de concurrence dans le secteur bancaire, les innovations financières se sont développées et le processus d'industrialisation a été rapide (Ecosse, Belgique, Allemagne). En Angleterre, malgré une législation pénalisante au départ, une réglementation permissive par la suite a entraîné des innovations financières et un développement rapide du secteur financier.

Les échecs des tentatives d'industrialisation (Espagne, Serbie) et les industrialisations incomplètes ou tardives (Autriche, Italie) seraient en partie dûs à l'interventionnisme excessif des autorités qui aurait constitué un obstacle majeur pour l'industrialisation de ces pays. Par exemple, l'importance de l'endettement italien ou espagnol qui aurait conduit à une instabilité du système financier et le protectionnisme commercial exercé en Autriche.

L'analyse de Cameron s'inscrit dans une tradition schumpétérienne qui place la sphère financière au cœur du processus de développement économique : par leur activité de prêt et de crédit, les banques permettent la réalisation de projets d'investissement et stimulent donc la croissance économique. Pour l'auteur, dans une situation de concurrence pure et parfaite la contribution du système financier à la croissance est plus importante. Ainsi, Cameron met l'accent sur le rôle perturbateur que peut jouer l'État : ce dernier doit se garder de toute interférence qui nuit au développement de la sphère financière.

1.2.3 L'étude empirique de Goldsmith

Dans son ouvrage, Goldsmith (1969) s'attache à montrer que l'élargissement du système financier accélère la croissance et améliore les performances économiques. Autrement dit, le développement financier est perçu comme un facteur de développement. Son travail semble fortement s'inspirer de l'analyse de Gurley et Shaw (1960). Tout comme Gerschenkron (1962) et Cameron (1972), l'auteur a étudié dans une perspective historique, un certain nombre de pays qui diffèrent par leur structure financière (taille et diversité des instruments financiers et des institutions financières) ainsi que leur évolution dans le temps (apparition des différents instruments financiers, vitesse de pénétration dans les différents secteurs de l'économie et adaptation aux modifications de l'environnement économique). A partir de ces critères, il analyse l'impact du développement financier sur la croissance économique. Goldsmith établit une typologie des structures financières à l'aide de ratios

la valeur des actifs financiers relative au PNB (ratio) pour mesurer le développement financier dans 35 pays sur la période 1860-1963 et trouve une corrélation positive entre le développement financier et le PNB par tête. Les résultats le conduisent à distinguer entre trois niveaux de développement financier :

- Dans le premier type de structure financière qui correspond à un FIR faible, de l'ordre de 0,2 à 0,5, les relations de gré à gré dominant, une part faible des actifs financiers est détenue par les institutions financières. Les banques commerciales sont les institutions financières prédominantes. Selon l'auteur, c'est le type de structure qu'auraient connu la France et la Russie au début du XIX^{ème} siècles, l'Afrique tropicale, le Moyen-Orient et l'Asie du Sud-Est au milieu des années soixante. Pour Audrey Chouchane-Verdier (2001) c'est la situation qui prévaut actuellement dans la plupart des pays d'Afrique subsaharienne.

- Dans le second type de structure, l'Etat et les institutions financières jouent par contre un plus grand rôle. Par ailleurs, malgré son faible niveau, l'épargne financière existe. C'est la situation qui prévaut en Europe de l'Ouest jusqu'à la première guerre mondiale. L'Espagne, l'Amérique Latine, l'Inde et l'Egypte des années soixante.

- Enfin, la troisième catégorie de structure financière caractérise les pays développés avec un FIR proche ou supérieur à 1. Les institutions financières sont plus diversifiées et détiennent une grande part des actifs financiers. L'intermédiation est plus faible et le rôle accordé aux institutions financières de prévoyance et d'assurance est plus important.

Pour chacun de ces niveaux de développement financier, on observe un niveau de développement économique différent : plus la structure financière est complexe et diversifiée et plus le niveau de développement atteint par le pays sera élevé. Goldsmith conclut alors que le développement du système financier améliore les performances économiques.

La multiplicité et la diversité des instruments financiers permettent aux agents économiques d'investir plus que leur propre épargne. Le taux de croissance économique se trouve alors affecté favorablement. Ces conditions améliorent également l'efficacité de l'investissement grâce à une allocation optimale de l'épargne à l'investissement par le mécanisme de marché.

ith présente plusieurs faiblesses :

- Le nombre de pays étudiés est faible (35 pays seulement).
- Le manque de contrôle pour les autres facteurs, influençant la croissance économique (Levine et Renelt (1992)).
- On n'examine pas si le développement financier est associé à l'augmentation de la productivité et l'accumulation du capital.
- La taille des intermédiaires financiers peut ne pas mesurer correctement le fonctionnement du système financier.
- Enfin, le sens de causalité entre la taille du système financier et la croissance économique n'est pas identifié.

Pour remédier à ces faiblesses, King et Levine (1993) ont approfondi cette étude, à la fois en élargissant le nombre de pays à 80, en construisant des mesures additionnelles pour le niveau de développement financier, en étudiant leurs liens avec l'accumulation du capital et la croissance de la productivité et en contrôlant systématiquement pour d'autres facteurs qui influencent la croissance à long terme.

SECTION 2 : L'ÉCOLE DE LIBÉRALISATION FINANCIERE

Les travaux qui ont été présentés dans la section précédente ont fortement inspiré les fondateurs de l'école de libéralisation financière. En effet, l'effet favorable du développement financier sur la croissance a conduit McKinnon (1973) et Shaw (1973) à préconiser la libéralisation du secteur financier des contraintes causées par les politiques de répression financière et qui handicapent son fonctionnement. Mais à l'inverse de Patrick par exemple pour qui, comme nous l'avons vu, le lien entre le développement de la sphère financière et réelle n'est pas univoque, les théoriciens de la libéralisation financière sont convaincus que c'est le développement de la sphère financière qui conduit au développement économique et non l'inverse.

Monnaie et capital : l'analyse de McKinnon

2.1.1 La complémentarité de la monnaie et du capital : L'analyse de McKinnon

La thèse de complémentarité entre la monnaie et le capital ainsi que la reformulation de la demande de monnaie constituent l'apport fondamental de la théorie de McKinnon (1973). Le rendement réel de détention de la monnaie est au cœur de sa démonstration. Pour l'auteur, la constitution de l'épargne financière constitue le préalable incontournable à tout investissement, ce dernier nourrit la croissance.

La démarche de McKinnon comporte deux étapes distinctes :

- Dans la 1^{ère} étape : McKinnon se place dans le cadre d'une économie qui connaît un état de finance rudimentaire. Les banques n'exercent pas d'activité de crédit, elles se limitent à collecter l'épargne, à la rémunérer et à la rendre à leurs propriétaires qui se chargent d'investir les fonds. En d'autres termes, les agents économiques sont réduits à l'autofinancement et la monnaie est externe. Cette dernière sert de conduite à l'accumulation du capital, l'administration à la baisse des taux ne peut qu'annuler cet effet positif.

- Dans la deuxième étape : L'économie de McKinnon passe du système de l'autofinancement à un système de financement intermédié mieux élaboré que le premier. Dès lors, les intermédiaires financiers ne se bornent plus à collecter les dépôts. Ils accordent également des prêts. Le taux d'intérêt joue toujours un rôle important dans l'accumulation du capital et il est essentiel qu'il puisse se fixer librement.

McKinnon raisonne d'abord dans le cadre de pays en voie de développement qu'il qualifie d'économies fragmentées⁴. La fragmentation touche tous les secteurs et même le marché des capitaux domestique où on retrouve une forte dispersion des taux de rendement des investissements. McKinnon place au centre de son analyse le petit paysan ou artisan pauvre, qui détermine le rythme d'accumulation du capital et donc la croissance économique. Cet agent privé est réduit à son propre financement et se trouve dans l'impossibilité de

⁴ La fragmentation est définie comme le fait que « les entreprises et les ménages sont tellement isolés qu'ils doivent faire face à des prix effectifs différents pour la terre, le travail, le capital et les marchandises et qu'ils n'ont pas accès aux mêmes technologies » Cf McKinnon (1973, p 5)

ité de son investissement qui est indivisible. Cette
stitution d'une épargne préalable.

Il apparaît donc nécessaire de mettre l'accent sur le rôle privilégié que peut jouer la monnaie et la rémunération attachée à sa détention dans l'accumulation du capital. McKinnon bâtit son hypothèse de complémentarité entre la monnaie et le capital à partir de la critique du modèle de Tobin. Ce modèle s'appuie sur les hypothèses suivantes :

- Les outputs et les inputs (notamment le capital) sont parfaitement divisibles.
- Le marché des capitaux est parfait, les actifs sont parfaitement substituables dans le portefeuille des agents et les fonctions d'épargne et d'investissement sont dissociées.
- Une partie de la demande de monnaie représente une demande de caisses de transactions.
- La production ou l'offre de caisses réelles est sans coût, elle représente de la monnaie externe émise par le gouvernement. Dans ce modèle, il n'y a aucune distinction entre les crédits et les dépôts.

En reprenant en compte ces hypothèses, Tobin considère que la monnaie et le capital sont des actifs substituables. Ceci est illustré par l'équation de demande de caisses réelles (en équilibre stationnaire) présentée ci-dessous :

$$\left(\frac{M}{P}\right)^d = H(Y, r, d - \dot{P}^*) \tag{1}$$

Avec : $\frac{\partial H}{\partial Y} > 0$, $\frac{\partial H}{\partial r} < 0$, $\frac{\partial H}{\partial (d - \dot{p}^*)} > 0$

Où Y est le revenu réel (agrégé), r le rendement réel du capital et des autres actifs financiers et $d - \dot{P}^*$ le rendement réel de la détention de la monnaie (différence entre taux d'intérêt nominal servi sur les dépôts et taux d'inflation anticipé).

Compte tenu des hypothèses d'indivisibilité du capital et de caisse préalable, McKinnon relâche l'hypothèse de substituabilité entre monnaie et capital de Tobin : pour lui, les deux variables sont complémentaires. L'apport fondamental de la théorie de McKinnon se

n de la demande de monnaie où les encaisses réelles et modèle s'appuie donc sur les hypothèses suivantes :

- Les agents sont réduits à leur propre financement sans distinction entre épargnants (ménages) et investisseurs (entreprises).
- Etant donné la petite taille des entreprises, l'investissement est supposé indivisible.
- L'Etat ne participe pas directement à l'accumulation du capital. Les revenus fiscaux ou tirés du seigneurage (taxe d'inflation) sont utilisés uniquement pour financer sa consommation courante.

A partir de la 3^{ème} hypothèse, il apparaît que le gouvernement fixe de façon tout à fait discriminatoire le rendement réel de détention de la monnaie en fixant le taux nominal servi sur les dépôts ou en fixant la croissance de l'offre nominal de la monnaie donc de la croissance présente et anticipée du niveau général des prix.

La fonction de demande de monnaie (en équilibre stationnaire) de McKinnon peut s'écrire de la façon suivante :

$$\left(\frac{M}{P}\right)^d = L\left(Y, \frac{I}{Y}, d - \dot{P}^*\right) \quad (2)$$

Avec : $\frac{\partial L}{\partial Y} > 0$, $\frac{\partial L}{\partial\left(\frac{I}{Y}\right)} > 0$, $\frac{\partial L}{\partial(d - \dot{P}^*)} > 0$

On désigne par Y le revenu courant, I/Y l'investissement ramené au revenu ou le taux d'investissement et $d - \dot{P}^*$ le rendement réel de détention de la monnaie.

La demande de monnaie croît avec le ratio (Y/I) . Elle incorpore donc la demande de monnaie issue du processus d'accumulation du capital. Plus précisément le signe positif de $\frac{\partial L}{\partial(I/Y)}$ indique que la demande d'encaisses est une fonction croissante de l'investissement et souligne l'existence d'une complémentarité entre monnaie et capital. En effet chez McKinnon, les encaisses réelles jouent un rôle de relais au capital ou un rôle de conduite dans la formation ou l'accumulation du capital : monnaie et capital seraient complémentaires plutôt que substituables.

xogène du rendement moyen du capital \bar{r} encourage
 qui augmente leur désir de détention d'œncaisses réelles

et donc la demande d'œncaisses. La fonction de demande de monnaie s'écrit alors :

$$\left(\frac{M}{P}\right)^d = L(Y, \bar{r}, d - \dot{P}^*) \tag{3}$$

Avec : $\frac{\partial L}{\partial Y} > 0$, $\frac{\partial L}{\partial \bar{r}} > 0$ et $\frac{\partial L}{\partial (d - \dot{P}^*)} > 0$

La hausse du rendement moyen du capital entraîne une augmentation de la demande d'œncaisses réelles car pour investir les agents économiques doivent constituer une épargne préalable sous forme d'œncaisse : la monnaie et le capital sont donc complémentaires plutôt que substituables.

En effet, une augmentation du taux d'intérêt réel créditeur ne peut que faciliter la constitution préalable de l'épargne / monnaie et donc favoriser la formation du capital. Ainsi, les quantités de capital accumulées sont plus importantes et l'accumulation est plus rapide. La fonction d'investissement de McKinnon est donnée par l'expression suivante :

$$\frac{I}{Y} = F(\bar{r}, d - \dot{P}^*) \tag{4}$$

Avec : $\frac{\partial F}{\partial \bar{r}} > 0$ et $\frac{\partial F}{\partial (d - \dot{P}^*)} < 0$

A partir de l'analyse graphique présentée ci-dessous, McKinnon montre que la monnaie et le capital sont complémentaires jusqu'à un certain niveau de rendement réel de détention de monnaie, au delà de ce rendement, les deux actifs entrent en concurrence dans le portefeuille des agents.

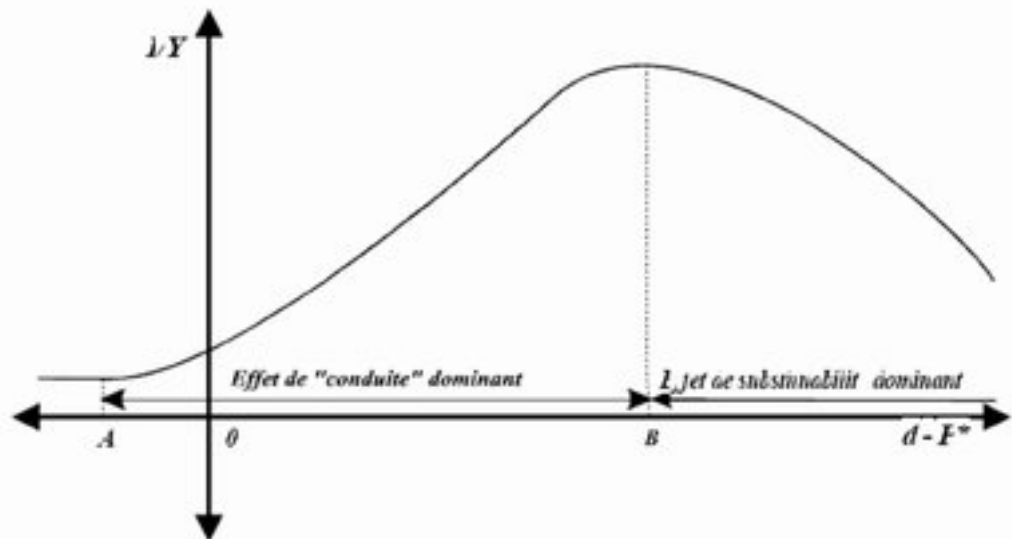
Pour des valeurs faibles du rendement de détention des encaisses, plus ce dernier augmente, plus la contrainte d'épargne/investissement se relâche. Plus précisément le signe

positif de $\frac{\partial F}{\partial (d - \dot{P}^*)}$ indique que les agents vont être inciter à accroître davantage leur

détention de monnaie au détriment de la détention de l'épargne sous forme d'actif physique improductif (segment (AB) sur le graphique ci-dessous) : le niveau de l'épargne financière va augmenter, ce qui va faciliter davantage la formation du capital autofinancé (I/Y). Il y a donc complémentarité entre monnaie et capital, que l'on appelle « effet de conduite » ou « effet conduit ». Cet effet commence à partir du point A où le niveau initial du rendement de la

d'investissement autofinancé atteint son maximum au

Figure 1 : Effet du rendement réel de la monnaie sur l'investissement autofinancé



Source : McKinnon, 1973, p. 62

Toutefois, au delà du meilleur rendement marginal de l'investissement (à partir du point B : $d - P^* > B$), la monnaie et le capital redeviennent des actifs concurrents et négatifs. Donc l'effet de substitution ou l'effet d'actifs concurrents l'emporte sur l'effet conduit car les agents préfèrent détenir des encaisses plutôt qu'investir.

Dans une économie, une fois dépassé le rendement optimal de détention de la monnaie (le point B), l'accumulation du capital est découragée. Cependant, pour que la monnaie et le capital soient complémentaires, il est nécessaire que l'effet de conduite domine l'effet de substitution.

La libération financière qui se traduit par une augmentation des taux d'intérêt réels permet d'enclencher un processus de monétarisation de l'économie grâce à l'émergence d'un

rs canalisée par les intermédiaires financiers qui sont

Dans les pays en voie de développement où sévit la répression financière, le rendement réel de détention de la monnaie est faible. Ce qui réduit l'épargne financière et donc ne permet pas le décollage économique. En effet, d'après l'auteur, l'insuffisance de l'épargne financière résulte des contraintes qui pèsent sur les intermédiaires financiers et qui compromettent l'approfondissement financier.

Dans le cas d'un système financier rudimentaire et une fragmentation qui domine sur les marchés des capitaux. L'absence de centralisation de l'épargne par les intermédiaires financiers ne permet pas la réalisation de projets productifs et ceci malgré une épargne potentiellement suffisante. En effet, c'est le comportement des autorités lui-même, qui est remis en cause et non pas le comportement des banques. En effet, en fixant les taux nominaux -et notamment le taux créditeur- en dessous de leur niveau d'équilibre de marché, l'Etat empêche les intermédiaires financiers de centraliser l'épargne et déprime l'investissement. Cependant, la levée de la répression financière permet aux intermédiaires financiers de canaliser l'épargne et donc la croissance de l'investissement autofinancé au niveau macro-économique et micro-économique (au niveau du petit paysan ou de l'artisan).

McKinnon continue son analyse et relâche ensuite l'hypothèse d'autofinancement des investissements : les intermédiaires financiers retrouvent leurs fonctions traditionnelles et ne sont plus désormais limités à collecter les dépôts. Ils accordent également des prêts. Pourtant, McKinnon n'explique pas le passage d'un système autofinancé à un système intermédié.

Pour McKinnon, malgré la présence du secteur bancaire dans les pays en voie de développement, les activités de crédits sont limitées car les secteurs considérés comme prioritaires captent la plus grande partie des ressources bancaires. Par ailleurs, les politiques de plafonnement des taux d'intérêt sont inadaptées à ces pays à cause des niveaux élevés d'inflation. Ces politiques rendent les taux d'intérêt extrêmement faibles voir même négatifs, limitant la capacité des banques à collecter les dépôts, et compromettant l'activité d'octrois de crédit. Ainsi, la demande excédentaire de crédit n'est pas satisfaite.

Le marché financier officiel force les agents à se tourner vers les taux d'intérêt élevés pratiqués sur ce marché, il représente l'unique chance de financement externe pour les entrepreneurs. En réprimant le secteur informel, le financement externe est réduit et la fragmentation de l'économie s'accroît. C'est pour cette raison que McKinnon préfère l'intégrer dans le secteur officiel : en donnant aux prêteurs du marché informel un statut de représentants officiels des banques. Mais, cette solution constitue un optimum de second rang. La meilleure solution pour l'auteur se trouve plutôt dans la levée de la répression financière et le développement du secteur bancaire qui conduiraient sans doute à la disparition du secteur officiel et l'unification des marchés financiers.

Toutefois, il est essentiel de mettre en place des politiques fiscales, budgétaires et monétaires appropriées pour adapter la libéralisation aux conditions des économies réprimées. Ces politiques doivent être compatibles avec le développement du secteur financier : les taux d'inflation doivent être faibles et stables. Le contrôle de l'inflation par la diminution du seignuriage pousse les économies à trouver d'autres sources pour financer leur déficit.

Dans le cas d'une libéralisation totale (interne et externe), afin d'empêcher que les entrées massives de capitaux ne viennent annuler l'effet bénéfique de la hausse du taux d'intérêt domestique, l'État peut temporairement restreindre l'entrée des capitaux. En d'autres termes, la préférence de McKinnon va plutôt à la mobilisation de l'épargne domestique.

Pour McKinnon, dans une économie fragmentée qui connaît une répression du système financier : la rareté du crédit bancaire conduit les agents à autofinancer leurs investissements, une grande partie des ressources bancaires est captée par l'État et les secteurs considérés comme prioritaires au détriment d'autres secteurs en particulier le secteur privé. Par ailleurs, compte tenu de la faiblesse du rendement réel de détention de la monnaie, les entreprises sont forcées d'accumuler des actifs improductifs au lieu d'accumuler l'épargne monétaire.

Enfin, l'auteur est toujours convaincu que la répression financière handicape le développement financier et par conséquent détruit les impulsions au développement économique car le développement financier et le développement économique sont intimement liés.

En s'appuyant sur l'analyse élaborée avec Gurley (1960), Shaw (1973), dans une analyse qui apparaît parfois comme complémentaire à celle de McKinnon, essaye de montrer que le développement financier -ou l'approfondissement financier- apparaît comme une nécessité pour permettre aux économies de sortir de leur état de retard. Dans ce contexte, l'approfondissement financier passe obligatoirement par la libéralisation financière et l'abandon de toute politique qui entrave le développement du secteur financier et par conséquent déprime la croissance économique.

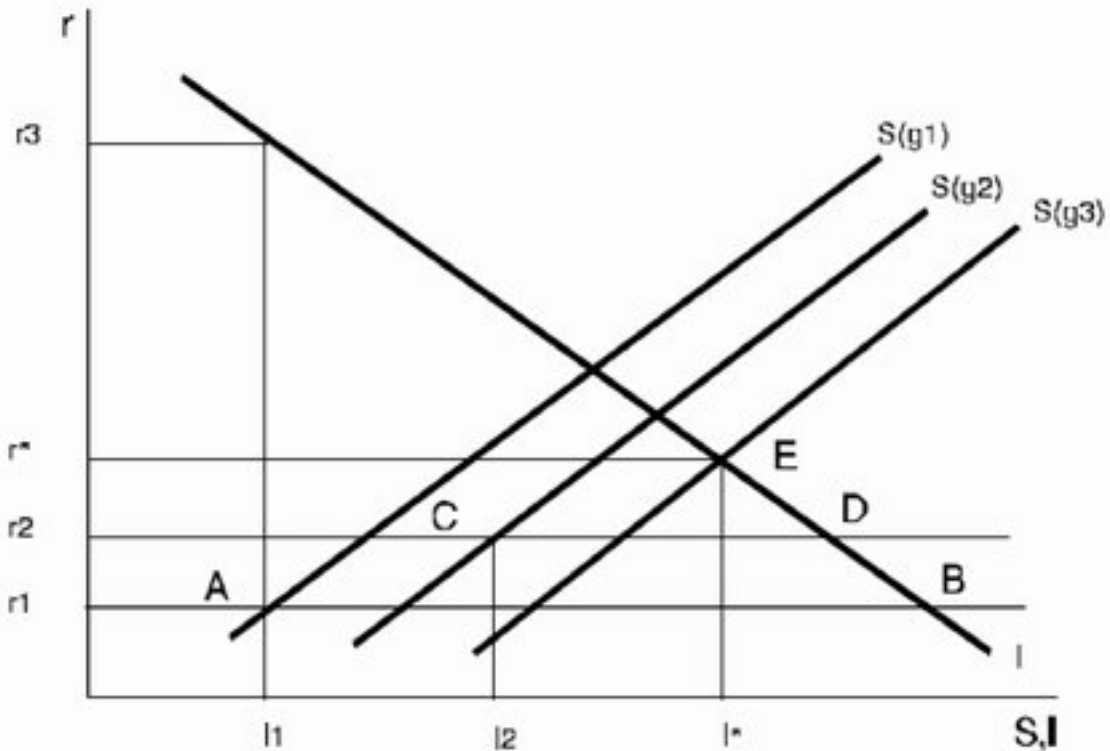
Économie en retard et répression financière : Dans une économie en retard, les politiques de répression financière handicapent le développement du secteur financier et par conséquent la croissance économique. Ces politiques prennent essentiellement la forme d'une fixation des taux d'intérêt nominaux au-dessous de leur niveau d'équilibre de marché (pour les secteurs considérés comme prioritaires) et un taux d'inflation élevée lié à la perception du seignuriage (taxe d'inflation). Ce qui rend les taux d'intérêt réels faiblement positifs voir négatifs. Malheureusement, les conséquences négatives en termes de développement financier et de croissance économique qui en résultent sont loin d'être négligeables. En effet,

- Cela encourage la fuite des capitaux domestiques restreignant davantage l'offre de fonds prêtables.
- Le rationnement du crédit bancaire fait de l'autofinancement un phénomène dominant et développe le marché informel.
- Le plafonnement des taux en dessous de leur valeur d'équilibre, conduit les banques à rationner les crédits dans le but de réduire le risque encouru. Ainsi, elles vont privilégier les entrepreneurs à la réputation bien établie. Malheureusement, il n'y a que peu d'incitation à l'exploration de nouvelles et plus risquées opportunités de prêt.
- La faiblesse des taux d'intérêt réel encourage la substitution du capital au travail. Ce qui peut conduire à une hausse du niveau de chômage.

La nécessaire libéralisation financière : Etant donné ces conséquences négatives de la répression financière, il apparaît impératif de lever les contraintes sur le secteur financier et permettre à la sphère financière d'évoluer dans un environnement concurrentiel afin de

que. Les arguments développés par Shaw peuvent être te :

Figure 2 : Les effets d'un accroissement du taux d'intérêt réel sur l'épargne, l'investissement et la croissance



Source : Baptiste Venet, 1996, p34

Par hypothèse, l'investissement (I) est une fonction décroissante du taux d'intérêt réel (r) et l'épargne (S) est une fonction croissante du taux de croissance du revenu national (g) - exogène dans le graphique- et du taux d'intérêt (r). On suppose également que en cas d'augmentation de ce dernier, l'effet substitution domine l'effet revenu.

Sur le graphique, chaque fonction d'épargne est représentée en fonction d'un certain taux de croissance de l'économie (g) et tout en supposant que $g_1 < g_2 < g_3$. Une augmentation du taux de croissance g de g_1 à g_2 entraîne une hausse du niveau de l'épargne de $S(g_1)$ à $S(g_2)$. Les taux d'intérêt r_1 et r_2 correspondent à deux situations où le taux d'intérêt réel est fixé en dessous de sa valeur d'équilibre de marché tel que :

Avec r^* : taux d'intérêt d'équilibre de laisser faire, ce taux permet l'égalité de l'épargne et de l'investissement, $I^* = S^*$.

On suppose que le taux de croissance initial de l'économie est g_1 . Pour r_1 (taux d'intérêt réel servi sur les dépôts bancaires), le niveau d'épargne qui est égale à I_1 reste faible. Cette situation correspond à un excès de demande d'investissement par rapport à l'offre de crédit. Dans le cas où les banques pourraient fixer le taux réel débiteur au niveau désiré, alors celui-ci se fixerait en r_3 et la marge dégagée pour le secteur bancaire ($r_3 - r_1$) pourrait servir à financer des actions de concurrence non prix (ce sont les actions de concurrence en dehors de celles exercées à travers des prix : publicité, ouverture de nouvelles succursales, etc.).

Cependant, l'administration à la baisse des taux d'intérêt réels (débiteurs et créditeurs) réduit l'épargne et de même l'investissement. En effet, en réduisant le coût de l'emprunt à r_1 , l'épargne se fixe en I_1 , ce qui permet un investissement de I_1 , par conséquent, une partie de la demande d'investissement n'est pas satisfaite (segment [AB]) à cause d'une épargne insuffisante alors qu'elle pourrait être rentable. Ce rationnement de crédit conduit les banques à adopter un comportement de prudence excessif, c'est-à-dire à financer que les projets peu risqués mais pas forcément plus rentables (Shaw suppose que les projets financiers auront un taux de rendement juste supérieur au taux d'intérêt réel r_1). Ce comportement excessivement prudent peut trouver son origine dans l'absence de prime de risque -versée au secteur bancaire- nécessaire au financement des projets les plus risqués. Les banques peuvent instaurer des formes de rationnement hors-prix (bureaucratie, corruption). L'administration du taux d'intérêt réel créditeur incite les agents à investir dans les projets peu profitables qu'à détenir des dépôts bancaires.

Le passage de r_1 à un taux supérieur r_2 illustre le dressage de la contrainte étatique sur le secteur bancaire. Cette hausse du taux d'intérêt permet d'accroître le niveau de l'épargne. Cet accroissement permet d'augmenter non seulement le volume mais également la qualité de l'investissement. En raison de leur faible rentabilité, les investissements dont le rendement est situé entre r_1 et r_2 ne seront pas financés. Ce qui entraîne un accroissement de l'efficacité moyenne des investissements. Ainsi, un taux de croissance de l'économie plus

permet de déplacer la fonction d'épargne vers S (g_2).
 et de réduire l'insuffisance de l'épargne ($[CD] < [AB]$),
 stimule l'investissement et accroît le revenu. Mais bien entendu, le segment ($[CD] < [AB]$)
 représente la fraction de demande toujours insatisfaite. Pour que cette demande non satisfaite
 disparaisse, il faut éliminer le plafonnement à la baisse des taux d'intérêt de manière à ce que
 r se fixe en r^* . Dans ce cas, le taux de croissance de l'économie se fixe alors en g_3 . Dans le
 cadre d'une économie financièrement réprimée où les taux sont fixés au dessous de leur
 valeur d'équilibre : l'épargne est faible (baisse des dépôts bancaires), l'investissement se fixe
 au-dessous de son niveau optimale et ne concerne que des projets à faible rentabilité et de
 faible qualité.

Dans ce contexte, la libéralisation financière parce qu'elle se traduit par une
 augmentation du taux d'intérêt, permet d'accroître le niveau de l'épargne (l'accumulation
 de caisses monétaires) et par la même la quantité et la qualité des investissements. Ce qui
 devrait permettre d'accroître l'intermédiation bancaire d'où une réduction des frais
 d'intermédiation entre prêteurs et emprunteurs grâce d'une part à la réalisation d'économie
 d'échelle par des prêts plus nombreux et plus importants et d'autre part par une meilleure
 diversification du risque.

Enfin, en permettant le développement financier :

- Elle encourage l'entrée des capitaux étrangers et réduit la fuite des capitaux domestiques ce qui entraîne un accroissement de l'épargne domestique.
- Elle réduit le recours des agents au marché financier informel. Elle permet donc une intégration du marché domestique du capital en réduisant les écarts entre taux créditeurs et taux débiteurs du secteur financier officiel et les taux pratiqués sur le secteur informel.
- La déréglementation de la sphère financière permet d'élargir et de diversifier les marchés financiers, l'émergence d'institutions financières spécialisées et une plus grande diversification des produits financiers.

L'hypothèse de la " debt intermediation " : Dans cette même approche, Shaw va plus loin que McKinnon et remet en cause l'hypothèse de complémentarité entre monnaie et

de l'intermédiation de la dette. Dans ce dernier, la demande de la manière suivante :

$$\left(\frac{M}{P}\right)^d = f(Y_P, r_c, r, d_n, r_m, t) \quad (5)$$

Avec : Y_P : richesse ou revenu permanent, r_c : taux de préférence intertemporel du consommateur, r : coût d'opportunité réel de détention de la monnaie, d_n : taux de rendement des actifs financiers non monétaires, r_m : taux de rendement réel de détention de la monnaie (taux d'intérêt réel servi sur les dépôts) et t : gain de productivité dans l'industrie monétaire ou monétarisation plus importante de l'économie.

La demande de caisses réelles est supposée croissante de la richesse (Y_P), de son rendement (r_m) et du choc de productivité exogène dans la production monétaire (t). En revanche, c'est une fonction décroissante du taux de préférence intertemporel du consommateur (r_c), du coût d'opportunité réel de détention de la monnaie (r) et du taux de rendement des actifs financiers non-monétaires (d_n).

Dans ce modèle (le modèle d'intermédiation de la dette), étant donné que les agents ne sont plus réduits à leur propre financement (monnaie interne) à l'inverse du modèle de McKinnon (monnaie externe), l'hypothèse de complémentarité entre monnaie et capital n'est plus raisonnable. En effet, ces deux variables sont substituables. La présence des intermédiaires financiers créateurs de monnaie grâce à la distribution du crédit permet de relâcher l'hypothèse de monnaies préalables. Dans son modèle d'intermédiation de la dette, la monnaie n'est pas considérée comme une richesse, elle est fondamentalement une dette de l'émetteur (les intermédiaires financiers bancaires ou les autorités monétaires).

McKinnon et Shaw mettent l'accent sur le rôle primordial que peut jouer le taux d'intérêt dans l'accumulation du capital. Cependant, une nuance importante doit être faite :

Dans l'hypothèse de complémentaire de McKinnon, les dépôts permettent l'accumulation du capital et la croissance de l'investissement autofinancé grâce à une meilleure rémunération de l'épargne. Chez Shaw en revanche, un accroissement des dépôts

servi sur les dépôts accroît le volume des crédits et
manière externe.

McKinnon raisonne dans le cadre d'une économie primitive où une hausse du taux d'intérêt réel permet d'enclencher un processus de monétarisation de l'économie. Le développement financier n'en est encore qu'en premier stade (monnaie interne). Par contre, Shaw raisonne dans le cadre d'une économie monétarisée où le système financier existe déjà et où l'économie a déjà atteint le second stade de développement financier (monnaie externe).

Même si les deux approches sont donc quelque peu différentes, les deux auteurs plaident en faveur du relâchement des contraintes qui pèsent sur les intermédiaires financiers pour promouvoir le développement financier et donc améliorer la performance économique.

2.2 Les critiques de la théorie de libéralisation financière

Une des faiblesses de l'analyse de McKinnon et Shaw est d'omettre un des aspects structurels les plus caractéristiques des économies en voie de développement : l'existence du secteur financier informel ainsi que les imperfections des marchés. Pour ces auteurs, le système financier informel n'est qu'une entité passive en n'étant que la conséquence de la répression financière. Par ailleurs, les marchés financiers sont supposés parfaits et l'information signalée par les prix est supposée allouer efficacement les ressources.

2.2.1 L'analyse néo-structuraliste de la libéralisation financière : la prise en compte du secteur financier informel

En réaction aux thèses avancées par McKinnon et Shaw les néo-structuralistes ont intégré dans leur analyse le secteur financier informel. Les prêts sur les marchés informels apparaissent donc comme une alternative aux dépôts bancaires. Ces prêts permettent de palier les insuffisances des services bancaires et contribuent donc au financement de l'accumulation du capital et de la croissance économique. Les néo-structuralistes attribuent une grande efficacité en termes d'allocation des ressources au secteur financier informel qui est considéré comme un facteur de croissance. Ils sont intimement convaincus de la supériorité de la finance informelle sur la finance formelle. Pour eux, la libéralisation financière qui se traduit par une augmentation du taux d'intérêt créditeur officiel ne peut conduire qu'à un ralentissement de la croissance :

du taux d'intérêt réel sur les dépôts entraîne un accroissement du coût du capital productif, ce qui conduit à une augmentation du niveau général des prix et à une hausse de l'investissement et engendre donc un ralentissement de la croissance.

- D'autre part, l'augmentation du taux d'intérêt peut réduire la demande d'encaisses monétaires, ce qui réduit l'offre de crédit sur le marché informel et conduit alors à une hausse du taux créditeur non officiel. Ce qui entraîne par la suite une réduction du taux d'investissement et du taux de croissance de la production.

- Dans les pays en voie de développement, les volumes des crédits traités sur le marché informel sont supérieurs à ceux canalisés par le marché officiel. Selon Taylor, ces marchés sont « compétitifs et agiles » et sont plus efficaces que les banques commerciales dans les activités d'intermédiation.

L'analyse néo-structuraliste est fondée sur une vision structurelle de l'économie. Les modèles néo-structuralistes sont inspirés de l'analyse de Tobin (1965) en termes de choix de portefeuille. Ainsi, les ménages ont accès à trois catégories d'actifs financiers parfaitement substituables : l'or ou la monnaie, les dépôts bancaires et les prêts sur les marchés informels.

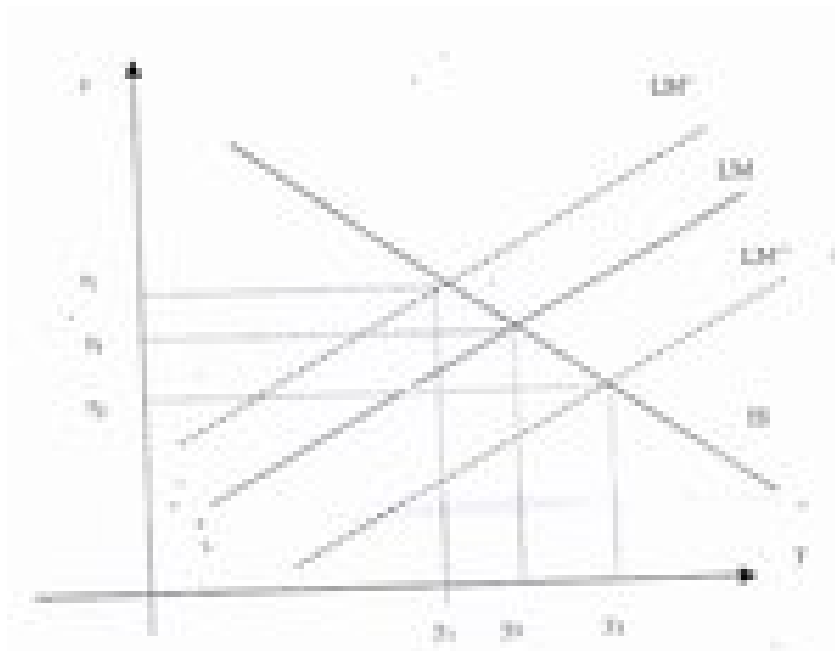
L'une des critiques formulées par les néo-structuralistes à l'encontre de la libéralisation financière concerne surtout les réserves obligatoires. En effet, les réserves obligatoires auxquelles sont soumises les banques, qui représentent une certaine fraction des dépôts, n'existent pas dans le secteur financier informel. Ce dernier est plus efficace que le marché officiel car toute l'épargne qu'il capte est efficacement allouée aux projets d'investissement. Ainsi, les réserves obligatoires constituées par les banques représentent un obstacle à l'intermédiation financière car elles réduisent l'offre totale de crédit pour les entreprises. Ce qui peut nuire à la croissance. Ainsi pour les néo-structuralistes, les marchés informels sont plus efficaces que les banques commerciales dans les activités d'intermédiation car le secteur bancaire est supposé incapable de transformer la totalité de l'épargne en crédit.

Van Winjbergen (1983) développe un modèle où il existe deux marchés : le marché formel et le marché informel. Conformément à l'analyse de portefeuille de Tobin (1965)

Ces derniers déterminent leur richesse sous forme de
 sous forme liquide (C), les dépôts bancaires à terme (A)
 et les prêts sur le marché informel (L). Ces trois actifs dépendent des variables suivantes : le
 taux d'inflation (π), le taux d'intérêt nominal d'équilibre du secteur informel (r), le taux
 d'intérêt réel servi sur les dépôts à terme du secteur officiel (i) et le revenu (y).

Pour l'auteur, comme la libéralisation financière se traduit par une hausse du taux
 d'intérêt réel servi sur les dépôts, ce qui entraîne une augmentation de la demande de ce type
 d'actif.

Figure 3 : Les effets sur LM du changement de composition des actifs



Source : Audrey Chouchane-Verdier, 2001, p114.

Graphiquement, suite à la libéralisation financière et donc l'augmentation du taux
 d'intérêt servi sur les dépôts, on peut distinguer deux cas de figure :

- Les agents substituent principalement dans leur portefeuille les dépôts aux actifs du marché informel. L'offre de fonds prêtables diminue car une partie de l'accroissement des dépôts est affectée à la constitution de réserves obligatoires. Dans ce cas, L M se déplace vers le haut (LM'). L'excès de demande se traduit par une hausse du taux nominal sur le marché informel (passage de r_0 à r_1) et par une baisse du revenu (passage de y_0 à y_1).

ipalement des dépôts à la détention de caisses monétaires. L'offre totale de crédit augmente et courbe LM se déplace vers le bas (LM") ce qui entraîne une baisse du taux d'intérêt sur le marché informel, une hausse de l'investissement et du revenu (passage de y_0 à y_2).

Pour les néo-structuralistes, c'est le premier effet qui l'emporte. L'impact sur LM d'une augmentation du taux d'intérêt réel servi sur les dépôts dépend du ratio des réserves obligatoires et des élasticités relatives des demandes de monnaie et d'actifs informels par rapport au taux d'intérêt sur les dépôts à terme.

L'analyse néo-structuraliste est fondée sur une moins grande efficacité du marché officiel par rapport au marché informel dans les activités d'intermédiation en raison des réserves constituées par le secteur bancaire. Ce dernier est incapable de transformer la totalité de l'épargne en crédit. La libéralisation financière bien qu'elle accroisse la taille du secteur officiel au détriment du marché informel, elle entraîne une baisse de l'offre totale de fonds disponibles pour le secteur productif ce qui affaiblit le taux de croissance économique.

Toutefois, plusieurs auteurs ont contesté le bien fondé de la théorie néo-structuraliste. Ces auteurs estiment que celle-ci s'appuie sur deux hypothèses peu convaincantes : l'efficacité du secteur informel dans l'allocation des ressources et la constitution de réserves obligatoires par le secteur officiel.

En ce qui concerne l'efficacité du secteur informel dans l'allocation des ressources, plusieurs travaux empiriques, notamment ceux de Burkett (1989) remettent en cause cette idée en montrant que ce dernier est très fragmenté, peu efficace et d'une faible importance. De plus, sa contribution au financement de l'investissement privé reste faible.

Quant à la constitution de réserves obligatoires par le système bancaire, Change et Jung (1984) affirment que celles-ci améliorent l'intermédiation du secteur officiel. Le secteur informel doit lui aussi constituer des réserves pour faire face au risque de faillite. Pour Karpur (1992), ces réserves permettent au secteur informel de se protéger contre le risque de liquidité et lui permet d'être aussi sécurisé que le secteur officiel.

Les imperfections des marchés financiers : la théorie du rationnement du crédit

L'approche de McKinnon et Shaw est fondée sur l'hypothèse implicite que les marchés financiers et en particulier le marché du crédit fonctionnent en concurrence pure et parfaite impliquant une information parfaite des agents économiques. Ainsi, pour les tenants de la déréglementation financière, toute situation de rationnement de crédit provient des contraintes qui pèsent sur le secteur financier et en particulier, l'administration à la baisse des taux d'intérêt.

L'imperfection des marchés financiers : Stiglitz et Weiss (1981) ont montré dans une contribution majeure qu'il pouvait exister un rationnement du crédit, même sur des marchés concurrentiels du crédit en dehors de toute intervention perturbatrice de l'Etat. Ce rationnement du crédit trouve son explication dans les imperfections naturelles de marchés financiers et en particulier des asymétries d'information entre les prêteurs et les emprunteurs.

Structurellement, les marchés du crédit ne sont pas des marchés ordinaires dans la mesure où s'y échangent des fonds auxquels sont attachées des promesses de rendement dans le futur. Cet échange comporte une grande part d'incertitude car il existe toujours un risque de défaillance variable d'un emprunteur à l'autre. A partir de l'information dont dispose le prêteur, ce dernier doit estimer la probabilité de défaillance de son client. Mais, l'emprunteur est le seul à connaître a priori sa probabilité de défaillance.

L'échange de fonds prêtables se produisant dans un monde où l'information est asymétrique, le prix d'équilibre ne correspond pas nécessairement à l'égalité entre l'offre et la demande. Il existe donc une situation d'équilibre sur le marché du crédit qui correspond à une demande excédentaire de prêt.

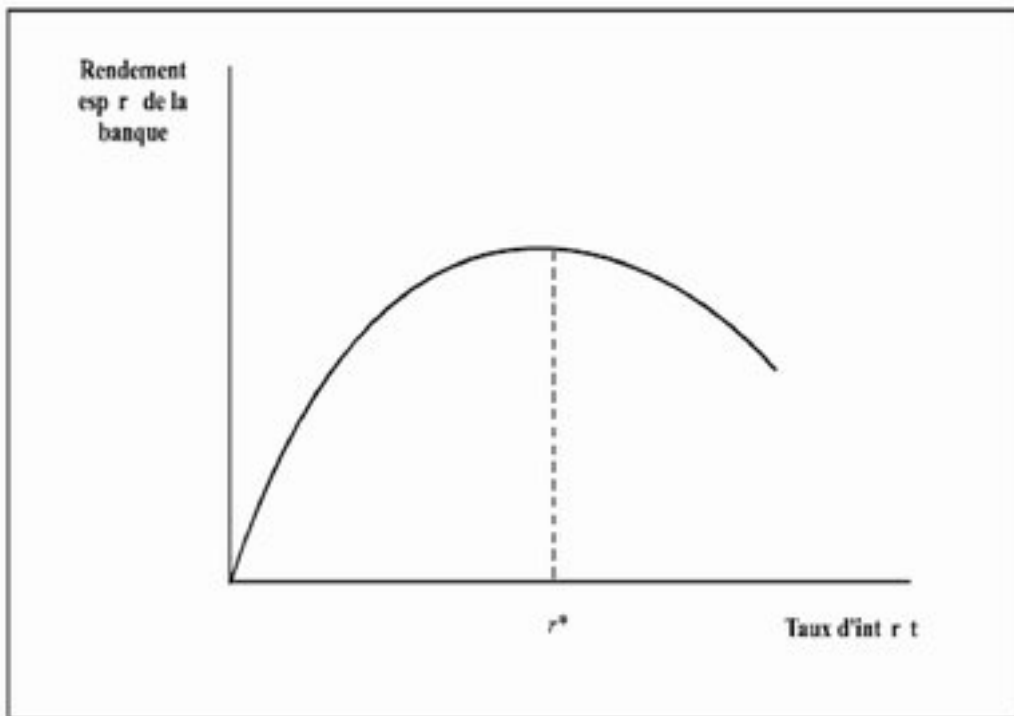
Stiglitz et Weiss supposent ainsi que les intermédiaires financiers évoluent dans un environnement d'asymétrie d'information. Dans un tel contexte, le taux d'intérêt prêté que le client accepte de payer peut constituer une véritable source d'information pour la banque. En effet, ce taux informe la banque sur la probabilité ex ante de défaillance de l'emprunteur : plus le client est prêt à verser un taux d'intérêt élevé au prêteur, plus son investissement présente un risque et plus son risque de défaut augmente. Ainsi, au fur et à mesure que les conditions débitrices s'élèvent, le risque moyen des emprunteurs augmente et le taux de profit

re réduit. Parallèlement, un surcroît des frais financiers aggrave le comportement de l'emprunteur : compte tenu du niveau élevé des taux d'intérêt, ce dernier est tenté d'entreprendre des projets plus rémunérateurs et donc plus risqués. Par conséquent, les seuls demandeurs de fonds qui s'endettent auprès des intermédiaires financiers sont ceux dont les chances de remboursement sont faibles.

Pour se protéger contre de tel risque, la banque peut établir des contrats de prêt. Cette dernière doit non seulement encourager les demandeurs de fonds à ne pas agir contre ses intérêts mais doit également pouvoir attirer les agents les plus sûrs.

En d'autres termes, l'espérance de profit marginal de la banque n'est croissant qu'en dessous du taux d'intérêt réel prêteur optimal r^* . Un accroissement du taux d'intérêt au delà du taux optimal réduit le profit anticipé de la banque (figure 4).

Figure 4 : Asymétrie d'information et rendement espéré de la banque



Source : Stiglitz et Weiss , 1981, p. 394

Pour les deux auteurs, une augmentation modérée des conditions débitrices des banques (et par la même des conditions créditrices) entraîne une augmentation de l'activité de prêts tant que le taux d'intérêt r est inférieur au taux d'intérêt optimal r^* . Une fois dépassé ce

mesure où elle réduit le profit bancaire anticipé et cela

- L'effet " d'anti-sélection " : le renchérissement du crédit bancaire évince les emprunteurs sûrs du marché et attire plutôt les entrepreneurs les plus risqués.

- L'effet " d'incitation négative " : à la suite d'une hausse du coût des ressources bancaires, les prêteurs sont tentés d'entreprendre des projets plus risqués car ces derniers sont mieux rémunérés. Mais, les chances de remboursement se révèlent de plus en plus faibles. Le concept d'incitation négative relève des analyses où intervient les aléas de moralité (moral hazard).

Dans un environnement d'asymétrie d'information, si les taux d'intérêt sont fixés à leur niveau d'équilibre walrasien (c'est le taux qui permet de satisfaire toute demande excédentaire de crédit) l'équilibre ainsi atteint n'est pas optimal pour la banque dans la mesure où elle n'a pas intérêt à satisfaire la demande excédentaire de crédit. Donc, dans un environnement de sélection et d'incitation adverse, il existe un rationnement de crédit en dehors de toute intervention des autorités. Dans le cadre d'une politique de déréglementation financière, ces derniers en fixant le taux d'intérêt à son niveau d'équilibre walrasien font disparaître le rationnement de crédit mais en revanche dégrade la situation des intermédiaires financiers qui sont forcés d'octroyer des prêts aux agents les plus risqués. Ainsi, l'activité débitrice (offre de crédit) diminue, les recettes anticipées se détériorent et le profit marginal anticipé est négatif.

Une présentation formelle du modèle de Stiglitz et Weiss

Il existe une distribution de probabilité pour chaque projet $F(R, \theta)$ où R est le rendement du projet et θ est une mesure du risque du projet, c'est-à-dire qu'une hausse de θ signifie un accroissement du risque attaché au projet.

On suppose qu'un individu représentatif emprunte un montant L à une banque au taux d'intérêt r . Chaque emprunteur arrive sur le marché du crédit avec une garantie C . En fonction de la réalisation de R , chaque emprunteur peut soit rembourser sa dette, soit faire défaut. En effet si la somme du rendement du projet (R) et la caution exigée par le banquier (C) est

ment du capital et des intérêts du prêt, l'emprunteur ne

$$C + R \leq L(1+r) \quad (6)$$

L'emprunteur reçoit le rendement net suivant :

$$\pi_E = \max \{R - (1+r)L, -C\} \quad (7)$$

Le profit qu'un banquier peut tirer d'un prêt à un emprunteur est constitué soit du remboursement total du prêt ($L(1+r)$) si l'emprunteur ne fait pas défaut, soit du montant maximal que ce dernier peut rembourser ($R+C$) dans le cas contraire. Par conséquent, le rendement net perçu par le banquier s'écrit:

$$\pi_B = \min \{R+C, (1+r)L\} \quad (8)$$

Il existe pour un niveau donné du taux d'intérêt r , une valeur critique du risque θ^* , telle que l'emprunteur va demander un crédit si et seulement si $\theta > \theta^*$. En d'autres termes, l'emprunteur décide de s'endetter pour réaliser son investissement si le profit anticipé, qui dépend positivement du risque (compte tenu de la convexité de la fonction de profit) lui paraît assez élevé.

Cette valeur critique du risque est déterminée à partir de l'égalisation à zéro du profit anticipé de l'emprunteur dont la durée de vie est infinie, soit :

$$\pi_E(r, \theta^*) = \int_0^{\infty} \max \{R - (1+r)L, -C\} dF(R, \theta) = C \quad (9)$$

La différentielle partielle du profit de l'emprunteur (équation 9) par rapport au taux d'intérêt montre que la valeur critique du risque est une fonction croissante du taux d'intérêt :

$$\frac{d\theta^*}{dr} = \frac{L \int_0^{\infty} dF(R, \theta^*)}{d\pi_E / d\theta^*} > 0 \quad (10)$$

Un taux d'intérêt entraîne un accroissement de la valeur
hausse de r accroît le risque moyen des emprunteurs
potentiels et donc conduit à un processus d'anti-sélection. Ainsi, les banques vont éviter de
financer les emprunteurs les moins risqués.

Etant donné que le profit anticipé de la banque est une fonction décroissante du risque
attaché au prêt, un accroissement de r au delà du taux optimal réduit le profit anticipé par la
banque car cela provoque d'une part un effet d'anti-sélection qui se traduit par le rejet des
emprunteurs les moins risqués du système bancaire laissant place aux emprunteurs les plus
risqués et d'autre part un effet d'incitation négative des entrepreneurs qui vont entreprendre
des projets plus risqués et seront relativement peu sensibles à ne pas honorer leurs charges de
crédit compte tenu du niveau élevé des taux d'intérêt. Par ailleurs, comme l'offre de crédit est
une fonction croissante du profit de la banque, une diminution du profit incite cette dernière à
réduire son offre de crédit. Cet effet négatif peut dominer les effets positifs directs de
l'augmentation du taux d'intérêt sur les crédits. Toutefois, puisque le taux de profit
commence à décroître à partir d'un certain niveau du taux d'intérêt, il est optimal pour la
banque de ne pas dépasser ce taux et donc de fixer le taux d'intérêt r en dessous du taux
d'équilibre walrasien afin de conserver les clients les plus sûrs. En d'autres termes, la banque
rationne les crédits de façon endogène.

La libéralisation financière parce qu'elle se traduit par la fixation du taux d'intérêt à
son niveau d'équilibre walrasien permet de faire disparaître le rationnement du crédit mais ne
permet pas d'atteindre une situation optimale pour les raisons suivantes :

1-L'équilibre atteint n'est pas optimal pour les banques étant donné que le profit
anticipé est moins élevé que le profit optimal.

2-Les banques vont attirer les emprunteurs les plus risqués qui peuvent mettre en
danger la stabilité du système financier.

Cette approche par l'imperfection de l'information a donné lieu à des développements
importants. Ainsi, selon Cho, lorsqu'il existe des imperfections informationnelles sur le
marché du crédit, la libéralisation financière à elle seule ne peut pas conduire à l'allocation
optimale des ressources dans la mesure où les banques peuvent évincer de nouveaux

étant risqués. Ce phénomène décourage l'innovation et la croissance économique.

L'auteur pense que la meilleure stratégie pour les économies qui veulent s'engager dans un processus de déréglementation financière consiste dans un premier temps à contrôler le secteur bancaire afin d'empêcher la réalisation de problèmes d'anti-sélection et d'aléa moral et dans un deuxième temps de développer les marchés financiers qui épongeraient l'excédant des emprunteurs rejetés du marché bancaire en raison du risque élevé attaché à leur projet. Le développement des marchés d'actions peut réduire les problèmes d'asymétrie d'information et assurer une meilleure affectation du capital. A l'inverse du marché bancaire, ce type de financement ne crée pas de problème d'anti-sélection et d'aléa moral. Pour Cho, cette stratégie ne constitue qu'une stratégie de « second best ».

Plus que toute autre critique, la prise en compte des imperfections inhérentes aux marchés financiers a ébranlé les théoriciens de la déréglementation financière qui ont été conduits à revoir leurs contributions originales. Ainsi, dans un contexte d'asymétrie d'information, les marchés du crédit ne peuvent pas être perçus comme des marchés walrasiens, ceci implique que :

1-Il est plus optimal pour les banques de fixer le taux d'intérêt en dessous du taux d'équilibre walrasien.

2-Si la levée de la répression financière est accompagnée par la mise en place d'un système de garantie de dépôts, les banques seront encouragées à accorder des prêts aux emprunteurs les plus risqués ce qui peut mettre en danger la stabilité macroéconomique.

3-En vue de résoudre ces problèmes, l'intervention donc de l'Etat paraît légitime.

SECTION 3 : LES INTERACTIONS ENTRE INSTITUTIONS FINANCIERES ET CROISSANCE DANS LES MODELES DE CROISSANCE ENDOGENE

Le renouveau théorique des années 80 et 90, notamment nourri par la modélisation de la croissance endogène, permet de préciser la relation entre le développement financier et la croissance et d'en approfondir la compréhension. En effet, les théoriciens de la croissance

ement la question en montrant l'impact généralement positif de la croissance et plus précisément la possibilité d'un effet de l'intermédiation sur la croissance *de long terme* de l'économie.

3.1 Les travaux théoriques

Parmi les modèles de croissance endogène permettant de formuler les interactions entre système financier et croissance, on trouve parmi un grand nombre d'analyses parmi lesquelles celle de Pagano (1993), de Greenwood et Jovanovic (1990), de Bencivenga et Smith (1991) et celle de Levine (1991).

3.1.1 Le modèle de Pagano

Pagano (1993) a essayé de montrer l'impact positif du développement financier sur la croissance en formalisant cette approche avec un modèle AK^{δ} :

$$Y_t = A K_t \quad (11)$$

Où Y , A et K représentent respectivement l'output, la productivité marginale du capital et le stock de capital. L'investissement est donné par l'équation suivante :

$$I_t = K_{t+1} - (1 - \delta) K_t \quad (12)$$

Où δ représente le taux de dépréciation du capital.

Dans une économie fermée sans gouvernement, à l'équilibre l'épargne doit être égale à l'investissement. On suppose que seule une partie (ϕ) de l'épargne se transforme en investissement. La proportion $(1-\phi)$ qui reste est absorbée par les intermédiaires financiers pour couvrir les coûts de l'intermédiation (frais de services, commissions) et de la surveillance ainsi que la constitution de réserves obligatoires :

$$I_t = \phi S_t = \phi s Y_t \quad (13)$$

Où $s = \frac{S}{Y}$ est le taux d'épargne.

⁵ Sur ce modèle, voir Barro (1991). Une présentation de ce modèle dans le contexte des IDE se trouve dans Zatlá(2005).

croissance g :

$$g = \frac{\Delta Y}{Y} = A\phi s - S \quad (14)$$

Cette dernière équation permet alors d'identifier les trois canaux de transmission du développement financier à la croissance à long terme :

1-Un accroissement de la proportion (ϕ) de l'épargne transmise au financement de l'investissement, étant donnée que les intermédiaires financiers guidés par la recherche de profit s'efforcent à réduire leurs coûts. Selon Pagano (1993), la proportion $(1-\phi)$ de l'épargne perdue dans le processus d'intermédiation traduit l'inefficacité des intermédiaires financiers.

2-Un accroissement de la productivité marginale du capital A : grâce à la collecte d'information et en incitant les investisseurs à choisir des projets plus risqués.

3-Un accroissement du taux de l'épargne de l'économie s .

Ainsi, les intermédiaires financiers peuvent affecter à long terme le taux de croissance de l'économie à travers leur influence sur le coût de l'intermédiation de l'épargne, la productivité du capital et le niveau de l'épargne.

3.1.2 Les différents canaux de transmission du système financier vers la croissance dans les approches par la croissance endogène

Par son offre de services de paiement et d'intermédiation, l'industrie financière ne fait que promouvoir une allocation efficace des ressources. En effet, un système financier développé permet une meilleure allocation des ressources disponibles pour l'investissement, en raison de sa plus grande capacité à gérer les risques et à collecter l'information. Afin que le secteur financier puisse contribuer à la croissance, les intermédiaires financiers doivent assurer cinq fonctions identifiées par Levine (1997,2004) :

le biens et de services

Le système financier facilite les échanges de biens et de services car il permet d'assurer le fonctionnement d'un système de paiement efficace, réduire les coûts de transactions et d'accès à l'information associés à ces échanges et renforcer la monétarisation des économies. Son rôle se compare à celui de la monnaie, qu'il approfondit, notamment en facilitant les paiements et en apportant une dimension intertemporelle par l'accès au crédit. Ainsi, en facilitant l'échange de biens et de services, les intermédiaires financiers facilitent la spécialisation, l'efficacité productive, l'innovation technologique et la croissance. Ces effets positifs se font ressentir autant au niveau national qu'au niveau international, le développement des échanges ayant contribué à la mobilité des capitaux, qui, à son tour, nourrit la vigueur du commerce international.

b. La mobilisation de l'épargne

Les intermédiaires financiers attirent l'épargne par la réputation qu'ils acquièrent dans leur capacité à faire fructifier cette épargne. Ils collectent l'épargne des ménages en leur offrant des possibilités de dépôts, de diversification de leurs portefeuilles et d'investissements rentables, tout en assurant la liquidité de leur placement. Cette fonction affecte directement l'accumulation du capital, elle améliore l'allocation des ressources et permet de financer les innovations technologiques. En retour, la croissance économique se trouve affectée favorablement. Cependant, l'effet du développement financier sur l'épargne reste ambiguë : en effet, il est théoriquement possible que la réduction des risques attachés aux placements réduise l'épargne de précaution. Il se peut aussi que la hausse de la rémunération de l'épargne diminue le volume d'épargne si l'effet revenu l'emporte sur l'effet substitution entre épargne et consommation.

c. L'acquisition d'informations sur les projets et l'allocation optimale des ressources

L'acquisition d'une information concernant la rentabilité des projets d'investissement ainsi que le contrôle des entreprises impliquent des coûts élevés. En l'absence d'intermédiaire financier, ce coût est supporté par chaque investisseur. Sans information suffisante et de qualité, l'accumulation du capital peut s'avérer inefficace et compromettre par conséquent la croissance. Grâce à des économies d'échelle, l'intermédiaire financier réduit le coût d'acquisition de l'information et oriente l'épargne vers les projets les plus rentables. La

permet de transformer une plus grande part de l'épargne en allocation du capital et réduit les risques de défaillance. En retour, la croissance économique se trouve affectée favorablement.

d. La surveillance des investissements et le contrôle sur la gestion des entreprises après le financement des projets

En raison de l'asymétrie d'information, le dirigeant d'une entreprise peut être incité à gérer cette dernière dans son propre intérêt. Il peut même être tenté de manipuler l'information et de cacher alors la réalité sur le rendement réel de l'investissement. La longévité des relations entre banques et entreprises permet d'améliorer la qualité de l'information et réduire son coût d'acquisition, les dirigeants d'entreprise sont incités alors à maximiser la valeur de l'entreprise, ce qui améliore l'allocation des ressources.

e. La protection contre le risque et le partage de celui-ci

Ce véhicule de transmission de l'intermédiation financière vers la croissance a fait l'objet de nombreuses études. Nous nous intéresserons dans ce paragraphe plus précisément à la diminution du risque de liquidité et du risque technologique que peut entraîner la présence des intermédiaires financiers.

Diminution du risque de liquidité: Le désir de liquidité des agents les conduit à préférer des placements liquides à des engagements plus ou moins irréversibles dans des projets d'investissement, même plus productifs. Une des fonctions fondamentales du système bancaire est de fournir des services de liquidité aux prêteurs, ainsi le système bancaire peut réduire le risque de liquidité.

A partir d'un modèle *AK*, où l'incertitude sur les dates de consommation des épargnants est à l'origine d'un risque de liquidité⁶, Bencivenga et Smith (1991) essayent de montrer que les intermédiaires financiers, par l'allocation de l'épargne aux actifs peu liquides et par la réduction de la liquidation prématurée d'investissements rentables, améliorent la productivité du capital et stimulent donc la croissance économique. En effet, en absence d'intermédiaires financiers, les agents, par nature hostiles au risque, se protègent des chocs de liquidité par des investissements en actifs liquides mais peu productifs. Les auteurs

⁶ Le risque de liquidité est modélisé comme dans l'article de Diamond et Dybwig (1989)

ns successives, dans lequel les agents vivent trois é d'arbitrer entre deux types d'investissements : un investissement liquide mais peu productif et un investissement illiquide mais plus rentable, dont le rendement dépend de sa date de liquidation. Les agents ne savent pas s'ils auront à consommer à la période intermédiaire de leur existence ou pendant leur vieillesse. Dans le cas où l'investissement productif est liquidé au bout d'une période, le rendement obtenu est inférieur à celui de l'actif liquide. Ce risque de liquidité peut être éliminé par les intermédiaires financiers qui ayant un grand nombre de déposants, peuvent mutualiser les risques individuels des déposants et investir une part plus importante de leurs fonds dans des projets illiquides mais productifs .En effet, ces derniers peuvent conserver moins de réserves liquides que les individus. Les deux auteurs montrent que les banques, par l'allocation des fonds vers des technologies illiquides à haut rendement et par la réduction des liquidations prématurées d'investissements rentables, augmentent la productivité des investissements.. Les intermédiaires financiers réduisent alors la fraction de l'épargne liquide et improductive et éliminent les liquidations d'actifs productifs ce qui stimule l'accumulation du capital et la croissance économique.

Bencivenga et Smith (1991) montrent que dans les économies où l'aversion pour le risque des agents est élevée, la présence des intermédiaires financiers permet d'affecter plus de ressources à l'accumulation du capital comparativement à une situation où les intermédiaires financiers n'existent pas. Ainsi, un taux de croissance plus élevé sera observé dans les économies avec financement intermédié puisque l'investissement en capital productif est la source endogène de la croissance.

Diminution du risque technologique : Greenwood et Jovanovic (1990), reprennent eux aussi un modèle AK, où les épargnants possèdent une information imparfaite sur les caractéristiques des projets d'investissement. Les auteurs montrent que les intermédiaires financiers permettent la diversification technologique. Cette dernière favorise l'investissement dans des technologies plus productives mais plus risquées. En retour, la croissance économique se trouve affecter favorablement.

L'économie est composée d'agents à durée de vie infinie maximisant leur satisfaction intertemporelle. Ces derniers ont accès à deux techniques de production, une sans risque ou sûre mais à faible rendement, l'autre plus risquée mais plus rentable, qui dépend du progrès

observer que le rendement global de la technique de it. Ce rendement est composé de deux chocs, un choc technologique commun à toutes les techniques de production et un choc spécifique propre à chaque investisseur. Les investisseurs ne possèdent pas une information complète sur la rentabilité des projets risqués. Ils sont incapables de distinguer entre les deux chocs. En raison de l'asymétrie d'information concernant les chocs, les investisseurs peuvent constituer une coalition spécialisée dans le partage des risques, la collecte et le traitement de l'information sous forme d'intermédiaire financier. Cette coalition a cependant un coût, les banques proposent d'investir l'épargne des agents et garantissent un rendement sûr contre le paiement d'un coût fixe. Les intermédiaires se proposent de rémunérer les sommes confiées par les agents, à un taux qui dépend uniquement de la valeur du choc agrégé. Les intermédiaires offrent une assurance contre les risques spécifiques et garantissent au moins un rendement sûr. La centralisation de l'information permet de discriminer entre les chocs et de choisir la technologie la plus appropriée par rapport aux chocs identifiés.

Les intermédiaires financiers, par leur service de production d'information, fournissent à chaque agent des informations sur les rendements des autres projets. En effet, les banques comparent la rentabilité des projets tests avec celle de l'investissement sûr. Ces dernières acceptent de financer les projets à risque seulement si le rendement des projets tests est supérieur au rendement du projet sûr. Les banques investissent donc dans des projets tests car ces derniers ont un rôle d'apprentissage de l'information sur le risque.

Les deux auteurs montrent que la création des intermédiaires financiers améliore la rentabilité moyenne de l'épargne et réduit le risque technologique des placements. Ainsi, ces derniers stimulent l'épargne et le taux de croissance de long terme. Ce travail théorique confirme davantage l'hypothèse selon laquelle le développement financier exerce un effet favorable sur la croissance économique.

Saint Paul (1992) élabore également un modèle théorique où les intermédiaires financiers permettent la diversification des risques technologiques et rendent plus attractive la spécialisation des investisseurs ce qui accroît le niveau de productivité.

Les deux types de risques précédents ont également été introduits par Levine (1991) dans un modèle de croissance endogène. Dans ce dernier, les agents sont sujets à un risque de

son d'utilité de Diamond et Dybwig (1983) alors que la
un choc de productivité. Levine (1991) montre que le
retrait prématuré du capital réduit l'accumulation du capital physique et l'accumulation du
capital humain, ce qui peut engendrer un ralentissement de la croissance. Grâce au
développement des marchés financiers, le risque de productivité peut être diversifié.

3.2 Les travaux empiriques

En marge de cette littérature théorique qui fonde l'existence d'une liaison positive
entre le développement financier et la croissance, plusieurs contributions empiriques ont tenté
d'estimer l'impact du développement financier sur la croissance. L'étude de cette relation a
connu un regain d'intérêt avec les modèles de croissance endogène. Une des premières
contributions et des plus importantes est celle de King et Levine (1993b). Cette étude
empirique est basée sur des données en coupe transversale qui couvrent 80 pays sur la période
(1960-1989).

Quatre indicateurs de développement financier sont construits:

- **Le ratio de liquidité** : qui mesure la taille des intermédiaires financiers à travers les
engagements liquides divisés par le PIB (M_2 / PIB).

- **Le ratio du crédit bancaire accordé par les banques commerciales sur
l'ensemble du crédit domestique y compris celui de la banque centrale** : (dépôts auprès
des banques commerciales / dépôts bancaires + dépôts auprès banque centrale).

- **La part du crédit bancaire allouée aux entreprises privées par rapport à
l'ensemble du crédit domestique** : c'est le rapport d'allocation du crédit aux entreprises
privées au crédit domestique total à l'exclusion des crédits aux banques.

- **La part du crédit accordé aux entreprises privées par rapport au PIB** : c'est le
crédit aux entreprises privées divisé par le PIB.

King et Levine trouvent une corrélation positive significative entre chacun des
indicateurs de développement financier, la croissance à long terme, l'accumulation du capital

analyse de causalité montre aussi que la taille des
et de prédire la croissance, l'accumulation de capital et

les gains de productivité.

Toutefois, et tout en se basant sur les données de King et Livine (1993), Fernandez et Galetovic (1994) ont montré en revanche que la relation positive entre le développement financier et la croissance ne se vérifie plus lorsque l'on restreint leur échantillon uniquement aux pays de l'OCDE. Cela jette une ombre sur la robustesse de l'étude de King et Levine.

Dans le même cadre théorique, l'étude de Levine, Loayza et Beck (2000) portant sur 74 pays de tous niveaux de développement couvrant la période (1960-1995) montre un lien positif fort entre le développement financier et la croissance économique. Ce lien résulte de l'effet du développement financier sur la croissance de la productivité globale des facteurs plutôt que sur le volume de l'épargne et l'accumulation du capital. Pourtant, leurs travaux ont été soumis à controverse. En effet, d'après Andersen et Tarp (2003), la restriction de leur échantillon aux pays d'Afrique au Sud du Sahara et d'Amérique Latine ne permet pas de vérifier la relation positive entre le développement financier et le taux de croissance et pose là aussi la question de la robustesse des conclusions.

FRAGILITÉ FINANCIÈRE LA RELATION ENTRE DÉVELOPPEMENT FINANCIER ET CROISSANCE ÉCONOMIQUE ?

Nos analyses ci-dessus ont montré la robustesse toute relative de la relation entre le système financier et la croissance notamment vis-à-vis du sens de causalité de cette relation, de ses résultats contrastés par rapport au niveau de développement des pays étudiés. La significativité même de cette relation ou son signe (effet positif ou négatif) peut être questionnée eu égard aux développements récents sur la scène internationale.

L'objet de ce chapitre est d'aborder très succinctement ces aspects complexes de l'intermédiation financière.

SECTION 1 : LE SENS DE CAUSALITÉ ENTRE DÉVELOPPEMENT FINANCIER ET CROISSANCE : UN DÉBAT CONTROVERSÉ

Les études empiriques sont soumises à controverse quant au sens de corrélation existant entre le développement financier et le développement économique. La question de causalité n'a pas été réellement clarifiée : est-ce que le développement financier cause la croissance économique ou est-ce que, inversement, il est simplement le fruit des performances économiques ?

Traditionnellement, on oppose les travaux de Schumpeter (1911) à ceux de Robinson (1952), le premier soutenant que « les institutions financières sont nécessaires à l'innovation technologique qui sous-tend la croissance ». Pour Schumpeter, les services financiers sont primordiaux dans la promotion de la croissance économique. Le banquier joue alors un rôle important car il fournit à l'entreprise les fonds nécessaires pour la mise en œuvre de son projet innovateur.

Pour Robinson (1952) par contre, le développement financier n'est qu'une conséquence de la croissance économique : « Là où l'entreprise conduit, la finance suit ». En effet, elle est persuadée que le développement économique suscite une demande de services

ement du système financier. Toutefois, sa contribution
le ses conclusions initiales car l'auteur prétend que
l'insuffisance de crédit peut compromettre le processus de croissance économique. Ainsi, la
causalité entre finance et croissance peut cependant être réciproque.

En fait, le plus souvent l'approche soutenue est celle d'une causalité bidirectionnelle.

Comme nous l'avons vu précédemment dans le premier chapitre, Patrick soutient que
le lien entre le développement de la sphère financière et réelle n'est pas univoque : le
développement financier peut entraîner le développement économique comme il peut aussi en
être la conséquence. L'auteur oppose le développement financier « incité par l'offre »
(supply-leading approach) au développement financier « induit par la demande » (demande-
following approach). Il considère que le développement financier « incité par l'offre » est
prédominant au cours des phases initiales de développement économique. Une fois que le
processus de développement économique arrive à maturité, le développement financier
« induit par la demande » devient dominant.

De façon plus précise, Jung (1986) trouve que le sens de causalité de la finance vers la
croissance ne s'exerce que dans les premières étapes du développement, mais le sens de
causalité s'inverserait par la suite. Par contre, Gupta (1984) obtient des résultats plus nuancés.
Cependant, pour les deux auteurs, la « causalité séquentielle de Patrick » n'est vérifiée que
lorsqu'on utilise un indicateur de monétarisation au sens étroit (M_1). Laroche et alii (1995) ont
obtenu pour certains pays une causalité de la finance vers la croissance et pour d'autres pays
une causalité de la croissance vers la finance. En revanche, aucun effet des variables
financières sur la croissance n'est obtenu lorsqu'ils testent les équations de convergence à la
Barro.

Par ailleurs, King et Levine (1993) obtiennent une influence positive du
développement financier sur le taux de croissance future de l'économie. Leurs résultats
montrent que le niveau initial de développement financier donne une bonne prévision pour les
taux de croissance futures de l'économie, le taux d'accumulation du capital physique et pour
l'amélioration de l'efficacité économique. Les auteurs ont testé également l'effet en retour de
la croissance sur le développement financier. Ils trouvent qu'il existe un effet-retour
uniquement pour les pays pauvres d'Afrique et d'Amérique Latine.

en se basant sur les données mêmes de King et (1994) montrent que cette relation positive entre le développement financier et la croissance ne se vérifie plus lorsque l'échantillon aux pays de l'OCDE uniquement. Dans cette même perspective d'une relation spécifique aux régions étudiées, Demetriade et Hussein (1996), pour un échantillon de 16 pays en voie de développement, estiment que les résultats de causalité diffèrent d'un pays à l'autre. Dans la moitié des cas, la relation finance-croissance est bidirectionnelle mais dans plusieurs pays de leur échantillon la causalité semble aller de la croissance au développement financier. Ces auteurs attribuent cette variabilité des résultats aux caractéristiques (institutionnelles, politiques) spécifiques à chaque économie étudiée mais sans pour autant fournir des éléments d'analyse précis.

Enfin, Chritopoulos et Tsionas (2004) dans une importante étude empirique portant sur dix pays en développement et couvrant la période (1970-2000) trouvent une causalité allant en longue période du développement financier à la croissance. En revanche, ils notent l'absence de relation à court terme entre le développement de la sphère financière et la croissance de la sphère réelle et celle-ci, pour Andersen et Tarp (2007), pourrait être, comme on le verra plus loin, un résultat de l'effet négatif de l'instabilité financière.

Après ce bref aperçu de la littérature théorique et empirique concernant le sens de causalité entre le développement financier et le développement économique, il apparaît clairement que la relation « finance-croissance » semble encore fragile. En général, les modèles théoriques supposent un sens de causalité univoque mais qui n'est pas nécessairement validé empiriquement. Seules des études au cas par cas à notre avis (par pays ou par régions homogènes) permettront de trancher à chaque fois sur cette question. Du reste, il ne s'agit pas d'une question nouvelle et le problème de l'endogénéité en économie est certainement l'un des problèmes les plus sévères et pour lequel seules des réponses prudentes peuvent être apportées.

SECTION 2 : LES EFFETS DE SEUIL

Nous avons déjà vu comment Patrick estime que la nature de la relation entre le développement financier et la croissance passe par des étapes précises qui lui confèrent à chaque stade une configuration particulière. Berthélemy et Varoudakis (1994) développent

issance endogène qui tient compte explicitement d'un effet de seuil. L'hypothèse permettant de générer cet effet de seuil est que le secteur réel peut exercer une externalité positive sur le secteur financier à travers le volume d'épargne et en retour, un développement de l'intermédiation assure une meilleure utilisation de l'épargne qui affecte favorablement le taux de croissance économique. Un cercle vertueux tout autant qu'une trappe de sous-développement sont alors possibles

En effet, dans Berthélemy et Varoudakis (1995), les interactions réciproques entre le secteur financier et le secteur réel font apparaître des équilibres multiples. Ces derniers génèrent des effets de seuil dans le processus de croissance. Les auteurs examinent l'existence de tels effets de seuil à partir de clubs de convergence. Au-delà d'un certain niveau de développement financier, l'économie converge vers « l'équilibre haut » avec une croissance forte. A l'inverse, en deçà de ce seuil, l'économie est bloquée à « l'équilibre bas » où la croissance est plus lente et le rattrapage plus difficile. L'économie peut, par conséquent, plonger dans le cercle vicieux d'un piège à pauvreté. Négliger ces effets peut induire des erreurs d'estimation dans les travaux empiriques.

Une situation initiale avec faible niveau de développement du secteur financier implique un faible niveau de concurrence bancaire et des marges d'intermédiation financières élevées. Il s'ensuit une diminution du taux d'intérêt réel net versé aux ménages et donc un faible taux de croissance d'équilibre à long terme. La faible rentabilité de l'épargne décourage l'incitation à épargner des ménages et réduit donc la taille du marché financier. Ce qui entraîne une diminution des effets d'apprentissage par la pratique et une faible productivité marginale du travail dans le secteur d'intermédiation financière. Cela empêche ce dernier de concurrencer le secteur réel sur le marché du travail et de soutenir un niveau élevé d'emploi ce qui justifie le sous-développement de ce secteur. L'économie peut, par conséquent, converger vers l'équilibre bas avec développement insuffisant du secteur financier et faible croissance qui constitue un piège de pauvreté. En revanche, un niveau initialement élevé de développement du secteur financier accroît la concurrence bancaire, réduit les marges d'intermédiation, accroît la rémunération de l'épargne et stimule donc l'accumulation du capital et la croissance. Le niveau élevé du taux d'intérêt encourage l'épargne des ménages et accroît la taille du marché financier. Cela accroît la productivité marginale du travail dans le secteur financier et justifie le maintien d'un niveau élevé d'emploi et donc le développement

Entre les deux équilibres stables (équilibre haut et équilibre bas), il existe un équilibre instable qui définit un effet de seuil du développement du secteur financier sur la croissance. Une fois que la taille du secteur d'intermédiation dépasse ce seuil critique (mesuré par le pourcentage de main-d'œuvre qui y est employé), l'économie peut atteindre un équilibre de long terme avec croissance positive. En revanche, un niveau initialement faible de développement du secteur financier peut bloquer le démarrage du processus de croissance économique, le secteur financier peut connaître une contraction continue jusqu'à l'équilibre bas sans intermédiation et avec croissance négative. Ainsi, les équilibres multiples peuvent jouer un rôle important dans la possibilité de décollage de la croissance économique. Une des solutions proposées par les auteurs est de subventionner le secteur bancaire pour permettre à ce dernier de se développer. Les auteurs mettent l'accent sur l'importance de la politique menée vis-à-vis du secteur financier car selon eux, les phases de répression financière peuvent avoir un effet négatif persistant sur la croissance économique.

SECTION 3 : DÉVELOPPEMENT FINANCIER ET INSTABILITÉ FINANCIÈRE : LE RÔLE DE LA SUPERVISION

Même si l'effet favorable du développement financier sur la croissance semble par ailleurs généralement admis, les crises bancaires et financières qui ont secoué dernièrement les places financières internationales montrent que l'instabilité qu'il induit exerce l'effet inverse. En effet, les risques pour un pays d'être frappé par une crise bancaire ou financière se sont élevés ces dernières années. Les effets de contagions sont persistants avec l'ouverture et la mondialisation (globalisation). Ces crises bancaires sont souvent intimement liées aux phases de libéralisation financière dans les pays émergents ce qui relance le débat sur l'effet favorable du développement financier sur la croissance. Dans les faits, le mouvement de libéralisation financière semble s'accompagner d'une rapide croissance financière et d'une forte instabilité financière notamment dans les pays en développement. Au cours des années récentes, nous avons assisté à une multiplication des crises bancaires et financières à travers le monde. La crise mexicaine (1994), la crise du Sud-Est Asiatique (1997) et la crise mondiale (2007-2008) mettent en doute encore une fois la solidité de la relation positive entre le développement financier et la croissance économique. Les études théoriques et empiriques sur

Le débat sur le lien entre le développement financier et renforçant l'idée qu'un cadre légal et réglementaire adéquat ainsi qu'une meilleure supervision sont susceptibles de réduire la probabilité d'occurrence des crises bancaires et financières et favoriser ainsi la contribution du développement financier à la croissance.

3.1 Les travaux théoriques

Le développement financier peut, en effet, accroître le niveau d'instabilité financière et nuire par conséquent à la croissance économique en particulier dans un contexte institutionnel inadéquat, caractérisé par une régulation prudentielle insuffisante, une faible supervision et un cadre réglementaire inadéquat. La littérature sur les crises bancaires et financières montre que l'expansion du crédit bancaire offre de bonnes prévisions sur les crises ainsi que les performances économiques qu'elles engendrent. Comme ces crises sont souvent suivies par des récessions économiques, un développement excessif du crédit peut avoir des effets pervers sur la croissance.

Développement rapide de la monnaie scripturale et risque de crise du système bancaire : Ainsi, le développement rapide de la monnaie scripturale peut, selon Guillaumeont Jeanneney et Kpodar (2004), avoir des effets défavorables sur la stabilité bancaire. En présence d'un système de surveillance défectueux et en l'absence d'une assurance de dépôt, la défaillance d'une banque incapable, de convertir ses titres illiquides en dépôts liquides et donc fournir des services de liquidité peut provoquer des défaillances bancaires en série. En effet, dès l'instant où la valeur de liquidation des actifs est inférieure à la valeur des dépôts, les déposants sont incités à se ruer auprès de leurs banques et à solder leurs dépôts. Ces ruées peuvent se généraliser par contagion aux banques saines et solides pour deux raisons : les déposants qui disposent d'une information incomplète peuvent douter de la solvabilité de leurs banques et donc les priver de leurs ressources et à cause également des coûts de liquidation brutale des titres. Les défaillances peuvent alors frapper un nombre important de banques solvables rendues illiquides par la propagation des ruées. Ce qui peut conduire à un effondrement généralisé du système bancaire d'une région ou d'un pays donné. Ainsi, en absence d'un système efficace de surveillance bancaire, une croissance accélérée de la monnaie scripturale peut conduire à des défaillances bancaires importantes qui peuvent se transmettre à l'ensemble du système bancaire « *un développement trop rapide de la monnaie*

er de la mise en place d'une véritable surveillance
faillances bancaires en série, comme en témoigne
l'histoire monétaire mouvementée des pays industrialisés au cours du dix-neuvième siècle et
au début du vingtième et celle plus récente des pays en développement ou en transition vers
l'économie de marché » (S. Guillaumont Jeanneney et K. Kpodar, 2004, p07).

Les prises de risque excessives des banques, le comportement d'aléa moral et l'assurance publique des dépôts: Les prises de risque excessives des banques peuvent accroître l'instabilité financière. Ces prises de risque excessives peuvent s'expliquer par le comportement d'aléa morale : la libéralisation financière parce qu'elle donne aux banques une plus grande liberté d'action, elle accroît leur exposition au risque. Pour McKinnon (1988), dans les pays où sévit l'instabilité macroéconomique où l'état de droit, le système judiciaire et la surveillance bancaire sont défectueux, les autorités peuvent être incitées à mettre en place un système d'assurance publique des dépôts, ce qui peut conduire à créer des problèmes dans le secteur bancaire car plus une banque est protégée, et plus elle peut succomber à la tentation d'une gestion risquée. En effet, cette dernière peut être incitée à accorder des prêts à des taux d'intérêt excessivement élevés que seuls les emprunteurs les plus risqués accepteront de payer avec l'idée que si l'investissement est un succès elle fera d'importants profits. Alors que si l'investissement est un échec, elle limitera ses pertes grâce à l'assurance publique. Ainsi, les banques peuvent être inciter à adopter un comportement risqué si elles sont protégées par des mécanismes de protection publique, tels que l'assurance d'une intervention salvatrice du prêteur en dernier ressort et les plans de sauvetage des banques en difficulté qui pose un problème d'aléa morale. En effet, une libéralisation financière insuffisante peut-être une source d'instabilité financière car les interventions publiques dans le secteur bancaire sous forme de protection publique par exemple créent des problèmes d'aléa morale et empêchent le libre jeu des mécanismes du marché. En d'autres termes, les carences de la régulation publique, et notamment de l'environnement légal et réglementaire peuvent être à l'origine de défaillance bancaires et de crises financières récurrentes. Le comportement trop risqué des banques disparaît avec la disparition de l'intervention publique sous ses différentes formes.

Les prises de risque excessives et le comportement spéculatif des banques : Une autre explication des prises de risques excessives des banques fait référence à un possible comportement spéculatif. Ce type de comportement peut conduire à des positions financières difficiles et à des défaillances importantes. Selon Kindlberger (1989) ainsi que le soulignent

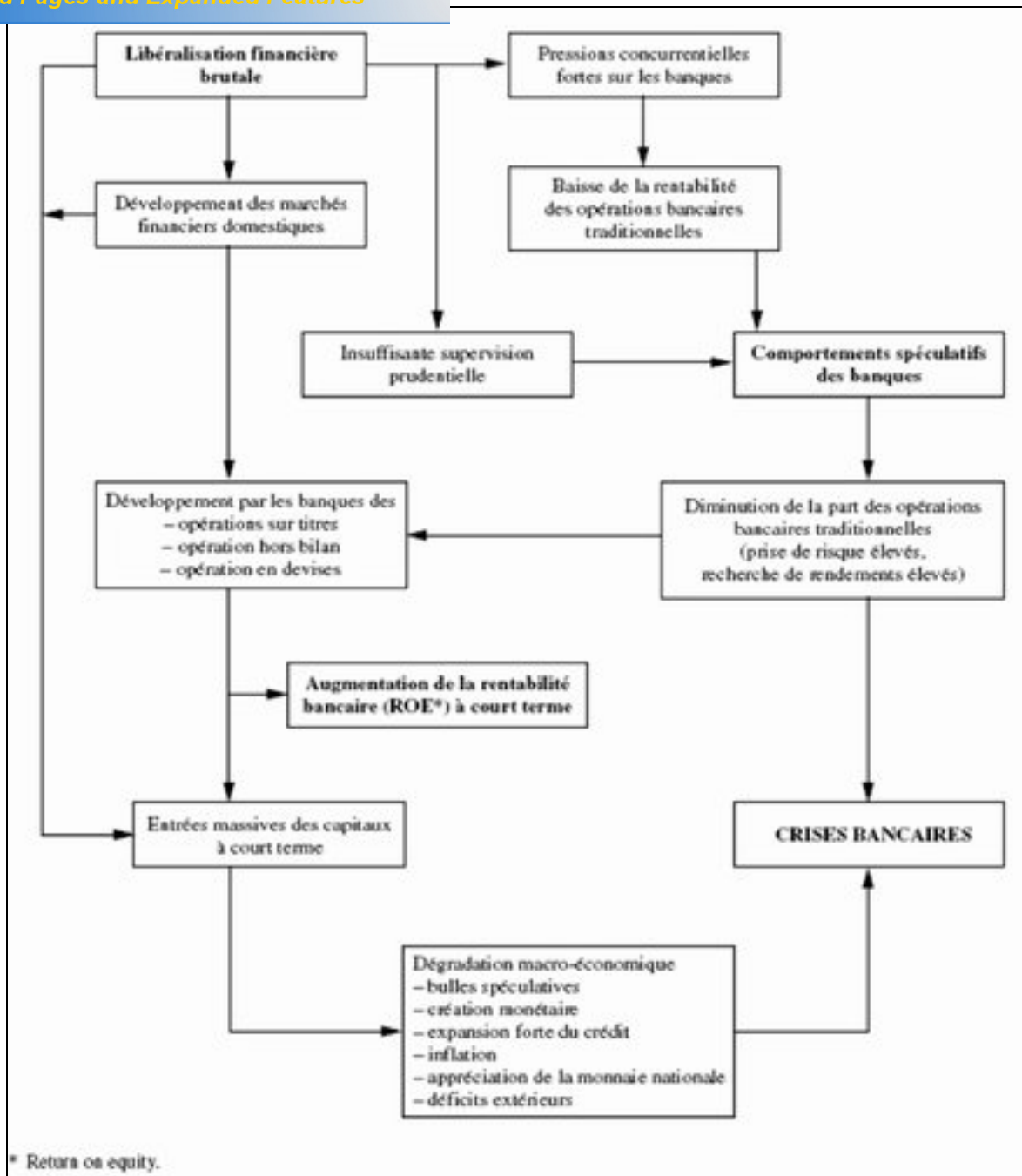
En outre, la majorité des grandes crises financières est le résultat de la spéculation excessive. Pour Minsky (1980), pendant les périodes de boom économique, les agents économiques adoptent un comportement euphorique et les banques se trouvent guidées par une logique spéculative.

D'un autre côté, dans les pays émergents, avant de se lancer dans le processus de libéralisation et de déréglementation financière, la répression financière et l'impossibilité des banques de facturer des primes de risque élevées en raison du plafonnement des taux d'intérêt empêchaient les banques d'accorder des crédits trop risqués. D'autre part, grâce aux barrières réglementaires à l'entrée, les banques bénéficiaient de rentes oligopolistiques. De peur de perdre leur rentable licence, ces dernières étaient incitées à surveiller leurs emprunteurs, à améliorer la gestion des risques de portefeuille de crédit et à adopter un comportement plus prudent. La libéralisation et les innovations financières ont conduit à assouplir les conditions d'entrée aux intervenants nationaux et étrangers, ont facilité les opérations avec l'étranger et ont relâché les contraintes qui pesaient sur le secteur bancaire (Plihon et Miotti, 2001).

D'après Plihon et Miotti, La concurrence de la finance de marché (finance directe) à travers le processus de désintermédiation suite à la libéralisation des marchés financiers peut constituer un facteur de fragilisation des banques. Les entreprises, en augmentant leur recours aux émissions de valeurs mobilières pour se financer, réduisent les activités bancaires habituelles : l'accès direct au marché monétaire et financier réduit le besoin des clients d'accéder directement aux liquidités bancaires. Cette intensification de la concurrence entraîne deux effets, un effet prix qui consiste dans la diminution du rendement des opérations bancaires traditionnelles et un effet quantité qui consiste dans le transfert de nombreux clients importants vers des financements directs sur les marchés monétaires et financiers. Ces deux effets privent les banques de leurs ressources. Subissant une baisse de leurs opérations et de leurs revenus, les banques vont essayer de privilégier les opérations à effet de levier et à rendement élevé de nature spéculative. Ainsi, on assiste à une augmentation significative des opérations de hors bilan, des titres négociables dans les emplois bancaires à l'origine d'un processus de mobilisation des actifs bancaires et des revenus issus des opérations de marché et de change au détriment des revenus d'intermédiation (Plihon et Miotti). Ce comportement risqué accroît la vulnérabilité des banques.

Le graphique ci-après les principaux facteurs à l'origine émergents. Ils expliquent ce graphique de la manière suivante : la libéralisation financière développe les marchés financiers et fait monter les pressions concurrentielles sur les banques. Confrontées à la diminution de la rentabilité de leurs opérations habituelles, les banques augmentent les opérations spéculatives à effet de levier et à rendement élevé. Ce qui accroît leur rentabilité à court terme. En absence d'une véritable surveillance prudentielle, le comportement trop risqué des banques conduit à l'émergence de bulles spéculatives. Ce qui peut entraîner des défaillances bancaires et des crises financières. Pour ces raisons, les deux auteurs plaident en faveur du respect des règles prudentielles et le renforcement du contrôle interne et externe ainsi que celui des autorités de supervision.

Libéralisation financière—comportements spéculatifs –



Source : Plihon.D et Miotti.L, 2001, P 13.

L'intervention et la supervision comme instruments contre l'instabilité financière :

Afin de réduire les prises de risque excessives et les comportements d'aléa moral pouvant fragiliser les structures bancaires dans les pays émergents, les auteurs prônent le respect des règles prudentielles et le renforcement de la supervision bancaire.

i, en faveur d'un cadre légal efficace afin de permettre le développement de la sphère financière ainsi que la réussite de toute politique de libéralisation financière. Pour lui, l'intervention de l'État dans la sphère financière peut se révéler nécessaire dans les économies caractérisées par des imperfections d'information et des incomplétudes des marchés (Stiglitz 1999, *in*, Baptiste Venet, 1996).

1-Dans le cas où le dirigeant d'une banque est convaincu d'être mal surveillé, ce dernier peut être incité à prendre des risques démesurés, mettant en danger la banque. En effet, l'absence d'un véritable système de surveillance peut conduire l'établissement financier à la faillite. Cela peut également entraîner une perte de confiance des actionnaires dans le système financier et le retrait de leurs dépôts. Comme la libéralisation financière accroît les comportements d'aléa moral des dirigeants, il apparaît nécessaire que les autorités prennent en charge cette surveillance et mettent en place une législation appropriée d'autant plus que pour l'auteur, le contrôle des institutions est un bien public.

2-Le manque d'information d'un investisseur peut conduire ce dernier à anticiper malheureusement que la faillite d'un intermédiaire financier peut se transmettre à l'ensemble du système financier et donc déclencher des faillites en chaîne. Ce qui le conduit à retirer ses dépôts auprès de sa banque. Les autorités gouvernementales peuvent intervenir en mettant en place une législation appropriée qui tend par exemple à accroître la longévité des relations entre les banques et leurs clients à l'image des banques japonaises et allemandes. Ce qui peut renforcer le système de surveillance et permet d'internaliser les externalités en réduisant l'impact des symétries d'information. Dans ces conditions, Stiglitz (1993) plaide en faveur d'une intervention de l'État. « *Là encore, une intervention de l'Etat, sous la forme d'une législation appropriée permettant, par exemple, la constitution de liens étroits entre les banques et leurs débiteurs (comme au Japon ou en Allemagne), peut permettre d'améliorer la surveillance et d'internaliser les externalités en réduisant l'impact des asymétries d'information* » (Baptiste Venet, 1996, p47).

3-Lorsque la décision d'octroi de prêt de la part de la banque s'avère inadéquate, cela peut provoquer des faillites en chaînes en particulier dans les pays en voie de développement. Dans ces conditions, l'État peut mettre en place des systèmes de sécurité qui visent à réduire le risque de faillite bancaire en série. Mais, comme nous l'avons précédemment vu, ce type

ortements de aléa moral et peut conduire alors à des défaillances bancaires importantes.

4-L'Etat peut mettre en place une législation pour protéger les investisseurs mal informés contre les entreprises qui peuvent profiter de cette situation comme la publication d'une note d'information visée par la commission des opérations de bourse pour toute augmentation de capital.

Ces arguments théoriques cités ci-dessus confirment de plus en plus l'idée selon laquelle : plus le développement financier est important, plus l'instabilité financière est forte. En effet, le développement financier accroît les opportunités de prises de risques par les banques pouvant remettre en cause la stabilité du système financier. Ces prises de risques démesurées risquent d'être exacerbées dans les pays émergents où l'état de droit est faible, où n'existe pas un réel système de surveillance bancaire et où sévit l'incertitude macro-économique. Dans ce contexte, l'instabilité du développement financier est susceptible de contrarier l'impact positif du développement financier sur la croissance.

De nos jours, la dérégulation de la sphère financière est le plus souvent synonyme d'instabilité financière. Mais, la libéralisation financière n'a pas que des effets pervers sur la stabilité du système bancaire et financier. Cette dernière, parce qu'elle s'accompagne par l'augmentation de la part de participation étrangère dans les banques domestiques est à même d'améliorer les dispositifs de régulation et de supervision bancaire (Caprio et Honohan, 1999). Pour Levine (1996), la libéralisation financière externe est susceptible de développer les institutions financières.

Toutefois, il n'y a pas de recette miracle pour la libéralisation financière mais l'ensemble des économistes semble être d'accord sur le fait qu'une libéralisation financière réussie est une libéralisation financière entamée dans les bonnes conditions : outre la stabilité macroéconomique, les structures réglementaires et juridiques doivent être en place avant d'entamer la libéralisation financière. Une meilleure transparence des opérations financières, une amélioration de la corporate gouvernance ainsi qu'un renforcement de la supervision bancaire peuvent réduire considérablement les risques de crises bancaires et financières. Dans ces conditions, la libéralisation financière et donc le développement financier ne peuvent qu'affecter favorablement la croissance économique.

Même s'il semble qu'un consensus est bien établi quant au rôle bénéfique du développement financier sur la croissance, l'instabilité qu'il engendre exerce l'effet inverse. Pour mieux apprécier la contribution du développement financier à la croissance, quelques travaux empiriques ont tenté d'intégrer l'instabilité du développement financier dans leur analyse. Ces travaux sont peu nombreux.

3.2.1 Instabilité financière et croissance

Norman Loayza et Romain Rancière (2001) ont réalisé une étude empirique pionnière portant sur soixante-quatorze pays développés et en développement au cours des années (1960-1995) qui leur a permis de constater que la contribution du développement financier à la croissance est plus faible dans les économies frappées par une crise financière. De même Guillaume Jeanneney et Kpodar (2004), qui reprennent à leur compte, l'analyse de Loayza et Rancière, montrent dans une étude sur cent quinze pays en développement couvrant la période (1966-2000) d'une part que l'instabilité du développement financier est d'autant plus forte que celui-ci (c'est-à-dire le développement financier) est important et d'autre part que le développement financier et son instabilité exercent des effets inverses sur la croissance économique. En effet, alors que la première variable exerce un effet favorable sur la croissance, la deuxième variable exerce un effet défavorable sur celle-ci. L'instabilité financière associée à un niveau élevé de développement financier affaiblit l'impact favorable du développement financier sur la croissance sans toutefois le faire disparaître. Ce travail est intéressant car il intègre dans le modèle de détermination de l'instabilité du développement financier où prend place le niveau de développement financier une variable représentant à défaut du degré de surveillance bancaire, un indicateur de l'état de droit. Les résultats relatifs à l'équation de l'instabilité du développement financier montrent qu'un meilleur état de droit est susceptible de réduire l'instabilité du développement financier mesurée par l'instabilité du ratio des crédits bancaires au secteur privé. Pour les deux auteurs, la contribution du développement financier à la croissance est favorisée par une politique macro-économique stable, une ouverture extérieure, notamment financière progressive et une surveillance bancaire efficace « *Le développement financier doit être encouragé, mais il est souhaitable qu'il soit le plus régulier possible cela signifie qu'une politique de libéralisation financière ne doit pas être menée dans n'importe quelles conditions* » (S. Guillaume Jeanneney et K. Kpodar, 2004, P 24).

Plusieurs travaux empiriques ont essayé de montrer que le mouvement général de libéralisation financière dans le monde a entraîné une grande vague de crises bancaires et financières. Ainsi, la libéralisation financière peut être synonyme d'instabilité financière en particulier dans les pays émergents où sévit l'instabilité macro-économique et où le système de surveillance bancaire est défectueux.

Kaminski et Reinhart (1996) ont mené une étude empirique sur un échantillon de 20 pays au cours des années soixante dix jusqu'au milieu des années quatre vingt dix, ce qui leur a permis de constater que la probabilité de crises bancaires était très faible dans les années soixante dix lorsque l'État exerçait un contrôle étroit sur les marchés financiers. La probabilité de crises bancaires a beaucoup augmenté à la suite de la mise en œuvre de politiques de libéralisation financière.

Demirgüç-Kunt et Detragiache (1998) ont tenté d'évaluer la contribution de la libéralisation financière à la fragilité bancaire dans 53 pays sur la période 1980-1995. Leur étude montre que la libéralisation financière augmente le risque de crises bancaires et que les crises bancaires et financières surviennent, le plus souvent quelques années après le début de la libéralisation financière. Les deux auteurs utilisent les arguments théoriques suivants pour justifier ces résultats :

-Avant la libéralisation du secteur financier, l'administration à la baisse des taux d'intérêt prêcheurs empêchaient la perception de primes de risque par le secteur bancaire et le financement de projets risqués. Ces projets ont plus de chance d'être financés dans un régime financièrement libéralisé car la libéralisation financière donne aux banques plus de liberté pour prendre des risques. Ces prises de risque excessives ainsi que le manque d'expérience et de qualification des banquiers pour se couvrir contre le risque fragilisent les structures bancaires existantes.

- Dans les pays qui ont libéralisé leur secteur financier, les fluctuations des taux d'intérêt nominaux sont plus importantes. Des problèmes de liquidité peuvent survenir dans le

érêt sont élevés, notamment en absence d'un marché

- L'intensification de la concurrence suite à la libéralisation financière conduit à une érosion des profits, désormais les banques ne bénéficient plus de rentes monopolistiques. Ainsi, les incitations à la prise de risque excessive et les comportements d'aléa moral se multiplient.

- La suppression des contrôles exercés par l'état sur les mouvements de capitaux accroît les prises de risque de change par les intermédiaires financiers. Dans la majorité des cas, les crises bancaires ont été suivies par des crises du taux de change.

Les auteurs constatent également que 78% des crises bancaires récentes ont été généralement précédées par des politiques de libéralisation financière, ces crises surviennent souvent trois à quatre ans après le début du processus de dérégulation financière. Ils montrent également que la libéralisation financière augmente le risque de crises bancaires dans un environnement fragile. Outre la stabilité de l'environnement macro-économique, la libéralisation financière doit aller de paire avec le développement de la structure institutionnelle en particulier, la bonne application des règles, des droits et des contrats ainsi que l'absence de corruption afin de réduire la probabilité d'apparition des crises bancaires et financières.

Tout comme Demirgüç-Kunt et Detragiache (1998), Echengreen et Arest a (2000) trouvent que la libéralisation financière augmente la probabilité de crise bancaire dans les pays où l'environnement macroéconomique et financier est instable. En revanche, les résultats sur le rôle de l'environnement institutionnel ne sont pas robustes.

Saoussen Ben Gamra et Michaël Clévenot (2006) ont tenté d'étudier l'impact de la libéralisation financière d'une part, la structure institutionnelle et réglementaire d'autre part sur la probabilité d'occurrence de crises bancaires dans 27 pays émergents au cours des années 1980-2002. Les auteurs ont identifié une relation positive significative entre la libéralisation financière et les crises bancaires systémiques⁷. En revanche, les résultats de

⁷ Les auteurs retiennent la typologie de Caprio et Klingebiel (1996) des crises bancaires. Ces derniers distinguent deux sorte de crises, les crises systémiques et les crises non systémiques. Les crises systémiques correspondent à

sation financière sur les crises non systématiques ne
l'impact de la qualité de la structure institutionnelle sur la
probabilité d'occurrence de crises, les auteurs introduisent dans les régressions, une variable
croisée entre la variable de libéralisation financière et la variable muette développement des
institutions, approximée par l'accroissement de l'indice des droits et des obligations. Cette
variable indicatrice prend la valeur 0 en période de répression financière, 1 en période de
libéralisation financière et 2 dans le cas où la libéralisation a été suivie par un effort de
développement institutionnelle. Les résultats relatifs à la régression de la variable croisée sur
la probabilité d'occurrence de crises bancaires montrent qu'une amélioration de la qualité des
institutions est susceptible de réduire de manière significative la probabilité de crises non
systémiques dans les pays émergents. En revanche, les résultats ne sont pas significatifs pour
les crises systématiques. Selon les auteurs, le risque d'occurrence de crises non systématiques
s'accroît dans un cadre réglementaire faible car les intermédiaires financiers ont besoin d'un
système judiciaire clair qui veille sur le respect de la loi, le respect des droits des créanciers, la
bonne application des contrats et la réalisation du collatéral. Afin de montrer l'importance du
rôle joué par la régulation et la supervision dans la stabilité du système, les auteurs régressent
de la même manière une variable croisée entre la variable de libéralisation financière et une
variable muette renforcement de la réglementation et de la supervision sur la probabilité
d'occurrence de crises bancaires. Cette variable indicatrice prend la valeur 0 en période de
répression, 1 en période de libéralisation financière et 2 dans le cas où la libéralisation a été
suivie par un effort de renforcement de la réglementation prudentielle et d'amélioration de la
supervision. Les résultats montrent qu'une amélioration de la qualité de supervision ainsi
qu'un renforcement de la réglementation prudentielle sont susceptibles de réduire de manière
significative la probabilité de crises systématiques. Les auteurs plaident donc en faveur du
renforcement interne et externe car la libéralisation financière conduit généralement à des
prises de risques démesurées et les banquiers n'ont ni l'expérience, ni les compétences
nécessaires pour se couvrir contre les nouveaux risques.

Les auteurs sont partis d'un constat simple : dans les pays émergents, les réformes
prudentielles et les améliorations juridiques du secteur financier sont intervenus tardivement
souvent après plusieurs années de libéralisation financière. Ces réformes ont été retardées, car

une situation de défaillance concernant une grande partie du secteur bancaire ou certaines banques détenant une
partie importante des actifs du système financier .Alors que dans le cas des les crises non systémiques, des
difficultés financières affectent quelques banques de petite et moyenne taille.

tionnelle, elles se heurtent à des résistances et ont souvent entrepris un processus de dérégulation financière prématurée dans un environnement institutionnel inadéquat caractérisé par : l'absence d'un système de supervision performant, d'une régulation prudentielle et d'un cadre réglementaire adapté sans renforcer au préalable leur système judiciaire, ceci a augmenté le risque de crises bancaires. C'est pour ces raisons là que les auteurs prônent la mise en place des structures institutionnelles et réglementaires nécessaires ainsi que le renforcement de la supervision avant de se lancer dans un processus de libéralisation financière.

Ce bref aperçu de la littérature théorique et empirique confirme l'hypothèse selon laquelle l'amélioration des dispositifs relatifs à la régulation et la supervision au sein du secteur bancaire est susceptible de réduire la probabilité d'occurrence de crises bancaires. En retour, l'impact du développement financier sur la croissance s'en trouvera affecté favorablement. Malheureusement, ces dispositifs tardent à voir le jour dans les pays émergents pour les raisons suivantes : D'une part, les réformes prudentielles sont difficiles à mettre en place dans ce type de pays car, comme toute transformation institutionnelle, elles se heurtent à des résistances et s'accompagnent d'un coût qui conduit le plus souvent à repousser les réformes. D'autre part, la mise en place d'une meilleure régulation et surveillance bancaire peut aller au-delà des compétences de ces pays. Dans les faits, les crises bancaires et financières frappent les pays émergents avec un degré de sévérité d'autant plus important que la structure institutionnelle et réglementaire est fragile. Dans la plupart des cas, ces pays ont entamé des réformes financières sans se soucier d'améliorer les dispositifs relatifs à la régulation et la supervision du sein de l'industrie bancaire ainsi que leur système judiciaire. Le développement financier ne signifie pas absence de règles, bien au contraire, le développement financier doit aller de paire avec le développement de la structure réglementaire, la transparence des opérations financières et le renforcement la supervision bancaire.

DÉVELOPPEMENT FINANCIER ET SUPERVISION FINANCIÈRE DANS LES PAYS DU SUD ET DE L'EST DE LA MÉDITERRANÉE

Durant les trente dernières années, les pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée (PSEM) ont progressivement réformé leurs secteurs financiers. Mais, pour Berthélemy et Bentahar (2004), la lenteur et la prudence des réformes n'ont pas abouti à une masse critique de changements. Ces efforts ont été éclipsés par des réformes plus importantes dans d'autres régions du monde, en particulier les pays asiatiques à marché émergent.

Dans cette section, nous tentons d'évaluer le développement financier dans les pays de l'espace économique méditerranéen⁸ dans un premier temps à partir d'indicateurs purement quantitatifs puis, dans un second temps, à partir d'une approche multidimensionnelle, plus précisément en utilisant l'indice synthétique de Creane et al (2004).

SECTION 1 : ANALYSE DU DÉVELOPPEMENT FINANCIER DANS LES PAYS DU SUD ET DE L'EST DE LA MÉDITERRANÉE A PARTIR D'INDICATEURS QUANTITATIFS

Nous allons analyser pour les sept pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée, quatre indicateurs financiers qui mesurent le niveau de développement financier dans la région. Ces indicateurs sont : la liquidité de l'économie, le crédit domestique au secteur privé en pourcentage du PIB, le *spread* de taux d'intérêt et la capitalisation boursière en pourcentage du PIB.

1.1 La liquidité de l'économie

Le ratio de liquidité mesure la taille du secteur financier officiel dans l'économie à travers le volume des engagements liquides.

⁸ A cause de l'indisponibilité des données pour Israël, et la Turquie concernant les indices synthétiques de Creane et al (2004), la présente étude va porter uniquement sur 7 pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée : l'Algérie, l'Égypte, la Jordanie, le Liban, le Maroc, la Syrie et la Tunisie .

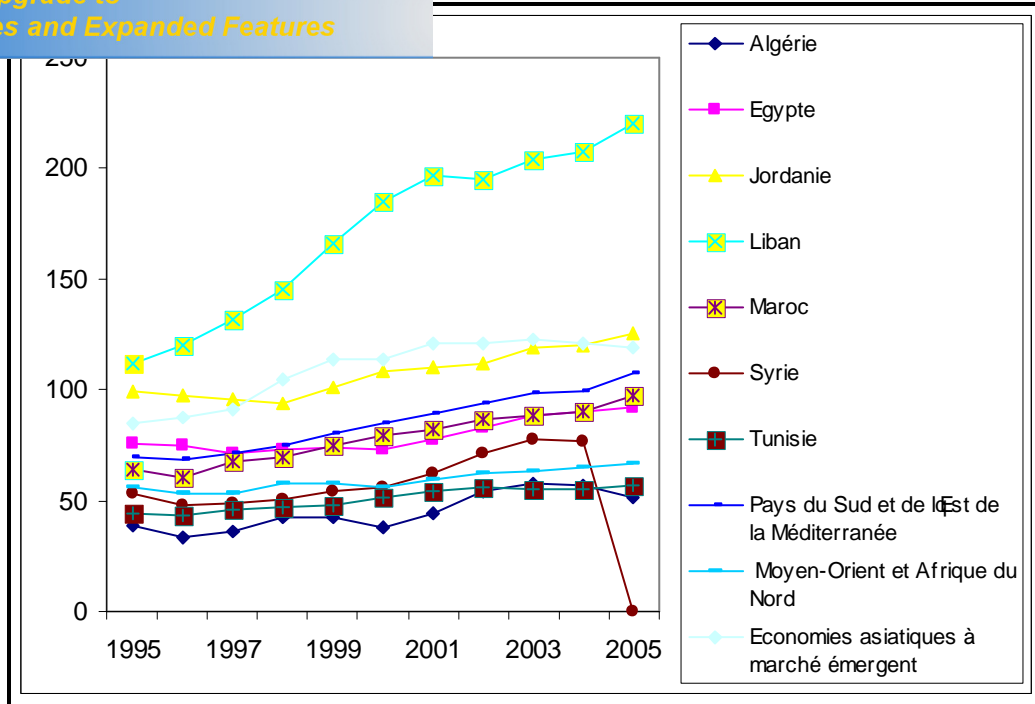
illustrée par le graphique ci-dessous montre que les pays se situent en matière de développement financier en dessous des pays asiatiques à marché émergent mais en dessus des pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord (Mena). Dans les pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée, le ratio M2/PIB est en moyenne en progression sur l'ensemble de la période. Le Liban connaît la plus forte progression avec un ratio qui dépasse les 200% (entre 2003 et 2005). Pendant toute la période étudiée, la détention d'actifs liquides au regard de la taille de l'économie approchée par le PIB est largement supérieure au Liban comparativement aux pays asiatiques à marché émergent. L'Algérie et la Tunisie semblent accuser un certain retard par rapport aux autres pays du groupe.

Tableau 1 : Évolution du ratio M2/PIB

Pays et régions	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Algérie	38,53	33,40	36,00	42,00	42,61	37,96	43,84	54,01	58,20	56,73	51,39
Egypte	76,19	74,80	71,50	73,28	74,01	72,76	77,57	82,91	88,67	90,31	92,42
Jordanie	98,84	97,06	95,91	93,94	101,29	108,57	110,39	112,04	118,75	120,35	125,41
Liban	111,93	120,39	132,22	145,70	165,64	185,46	196,83	195,13	204,07	207,92	219,94
Maroc	64,03	60,33	67,50	69,17	74,49	79,44	81,78	86,67	88,43	90,47	97,37
Syrie	53,16	48,20	48,75	50,32	54,40	56,17	62,01	71,65	77,77	76,53	..
Tunisie	44,35	43,66	45,82	46,92	48,19	51,89	54,00	55,74	54,61	54,69	57,26
Moyenne PSEM	69,58	68,26	71,10	74,47	80,09	84,61	89,49	94,02	98,64	99,57	107,30
Moyenne MENA	55,52	53,32	53,55	58,19	58,02	55,84	60,01	61,97	62,84	64,73	66,71
Hong Kong	159,11	161,16	160,39	186,25	208,40	218,52	230,75	235,05	251,52	256,70	252,79
Corée (République)	36,00	37,03	38,87	47,72	55,51	64,14	70,78	72,08	74,00	70,80	69,23
Malaisie	106,59	110,75	116,83	125,01	124,99	121,60	136,72	134,51	130,55	126,06	124,76
Philippines	46,85	50,90	56,21	58,90	59,53	59,25	57,89	56,77	55,70	52,85	51,22
Singapour	82,01	81,96	82,69	103,05	119,72	108,04	114,68	114,01	116,11	110,57	109,79
Thaïlande	78,57	81,24	91,27	106,79	113,78	111,85	112,83	111,15	109,80	108,19	104,65
Economies asiatiques à marché émergent	84,85	87,17	91,04	104,62	113,66	113,90	120,60	120,60	122,95	120,86	118,74

Source : World Development Indicators 2007.

Ratio M2/PIB



Source : World Development Indicators .

1.2 Crédit domestique au secteur privé en pourcentage du PIB

Comme le montre l'évolution du crédit domestique au secteur privé en pourcentage du PIB, le développement bancaire et son concours au financement de l'activité privée est relativement faible dans les pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée comparativement aux pays à haut revenu de l'OCDE⁹ ainsi que les pays asiatiques à marché émergent. Ces derniers connaissent un ratio du crédit au secteur privé élevé à l'exception des Philippines qui reste le pays le moins développé de la région. En moyenne, les pays asiatiques à marché émergent surpassent les pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée et les pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord avec un ratio qui peut être supérieur au double. La lecture du tableau nous montre en revanche que le ratio du crédit domestique au secteur privé en pourcentage du PIB est plus important dans les pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée que dans les pays du Moyen-Orient et Afrique du Nord.

Dans certains pays de l'espace économique considéré, malgré des systèmes bancaires très liquides, à titre d'exemple l'Algérie, les encours au secteur privé restent très faibles. Ceci peut être dû en partie au fait du sous développement du secteur privé lui-même. La part des crédits domestiques au secteur privé au PIB est très élevée au Liban, en Jordanie et en

⁹ Les moyennes de l'OCDE se rapportent aux nombres à revenus élevés uniquement

ces pays en termes de privatisation. Dans les pays
État dans les banques domestiques, ce ratio reste très
faible (Algérie, Syrie).

En Egypte en revanche, le ratio du crédit domestique au secteur privé au PIB donne
une fausse idée du développement financier car ce ratio a augmenté mécaniquement en raison
de la dépréciation de la monnaie locale (20 pour cent des prêts sont en devise étrangère).

Tableau 2: Évolution du ratio crédit domestique au secteur privé en pourcentage du PIB

Pays et régions	1985	1990	1995	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Algérie	59,94	44,44	5,20	5,97	6,80	12,32	11,16	10,99	11,78
Egypte	36,04	30,58	37,04	58,68	62,10	61,94	61,15	54,51	52,37
Jordanie	66,11	72,30	75,36	77,81	75,71	72,74	70,80	74,79	87,24
Liban	..	79,38	54,94	90,19	88,21	84,52	79,77	76,31	76,32
Maroc	32,43	34,03	47,95	56,64	54,47	54,44	55,93	56,69	62,15
Syrie	8,20	7,46	11,15	8,30	7,75	7,88	9,86	11,81	..
Tunisie	66,80	55,08	68,43	66,25	67,90	68,50	66,73	65,35	65,61
Moyenne PSEM	44,92	46,18	42,87	51,98	51,85	51,76	50,77	50,07	59,25
Moyenne MENA	40,09	36,54	35,73	38,65	40,02	40,37	39,81	40,63	43,91
Hong Kong	..	160,62	149,85	152,95	151,54	148,06	148,92	147,61	146,24
Corée (République)	57,44	62,76	61,25	91,10	94,64	100,75	103,37	98,09	102,05
Malaisie	112,52	69,41	165,21	177,91	176,44	168,40	164,29	137,88	128,31
Philippines	27,00	22,34	45,06	43,79	40,19	36,95	34,92	33,98	30,46
Singapour	105,92	96,98	105,98	109,47	128,41	113,50	114,45	106,21	101,68
Thaïlande	58,34	83,37	139,83	108,26	96,91	102,54	93,04	94,40	93,06
Economies asiatiques à marché émergent	72,25	82,58	111,19	113,91	114,69	111,70	109,83	103,03	100,30

Source : World Development Indicators .

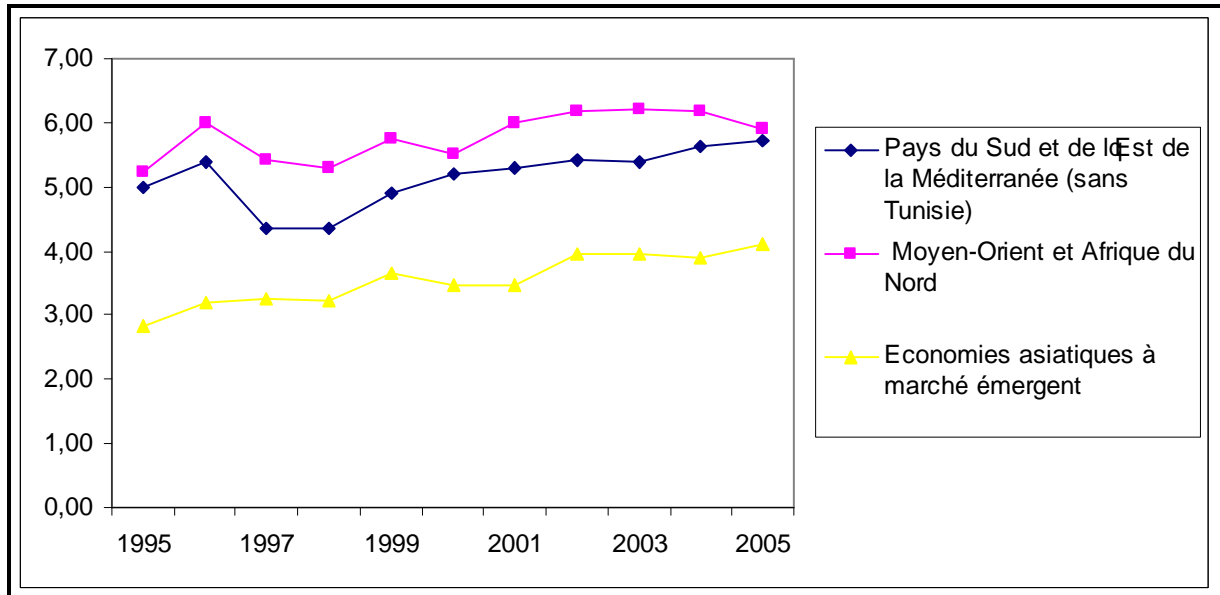
1.3 Le *spread* de taux d'intérêt

Le *spread* de taux d'intérêt représente l'écart entre le taux créditeur et le taux
débitur. Cet indicateur est utilisé en tant que mesure de l'efficacité du secteur financier. Des
marges d'intermédiation élevées illustrent une situation de faible concurrence dans le secteur
bancaire. Cela est le cas pour la majorité des pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée.

Malgré des libéralisations des taux d'intérêt depuis la fin des années 80 dans plusieurs
pays de l'espace économique (Algérie, Egypte, Jordanie, Maroc), en moyenne les marges
d'intermédiation restent élevées comparativement aux pays asiatiques à marché émergent. Ces
marges sont en revanche plus faibles dans les pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée que
dans les pays du Moyen-Orient et Afrique du Nord. En Syrie, étant donné que les taux

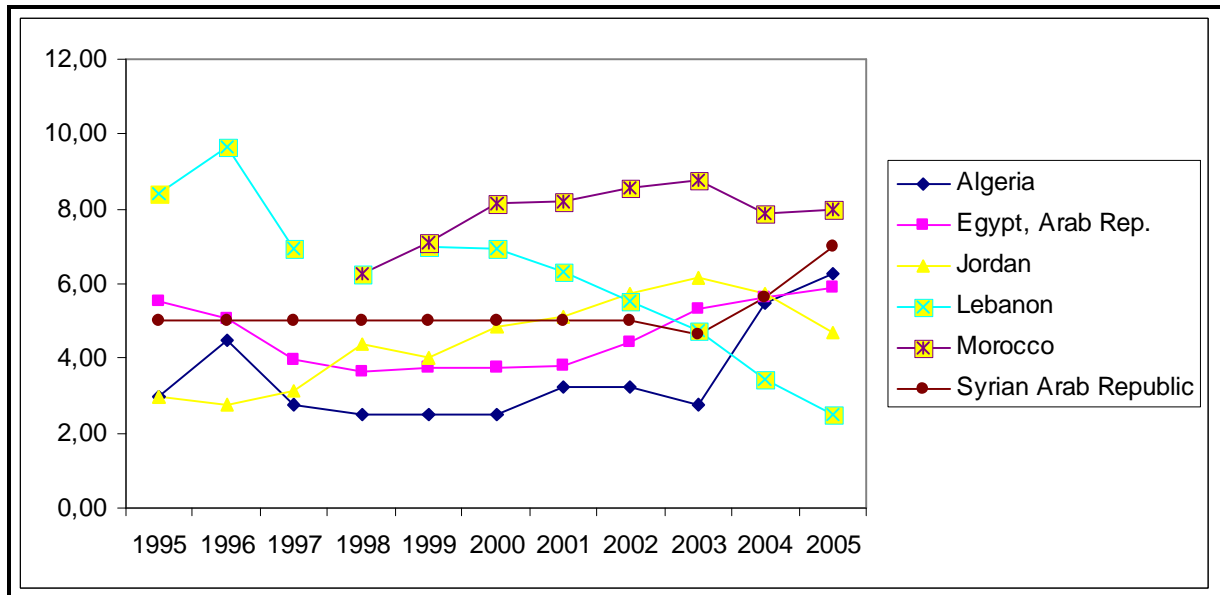
...tat, ces derniers ne donnent pas d'informations sur le

Graphique 2 : Évolution des *spread* de taux d'intérêt dans les PSEM et autres régions du monde



Source : World Development Indicators.

Graphique 3 : Évolution des *spread* de taux d'intérêt dans les PSEM



Source : World Development Indicators.

Taux d'intérêt

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Algérie	2,50	2,50	2,50	3,25	3,25	2,75	5,50	6,25
Egypte	5,55	5,04	3,96	3,65	3,75	3,76	3,83	4,46
Jordanie	2,98	2,75	3,15	4,40	4,02	4,83	5,13	5,75
Liban	8,39	9,67	6,92	..	6,98	6,94	6,34	5,55
Maroc	..	..	..	6,24	7,11	8,15	8,21	8,58
Syrie	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	4,67
Moyenne PSEM (sans Tunisie)	4,98	5,39	4,36	4,36	4,89	5,20	5,29	5,43
Moyenne MENA	5,23	6,00	5,43	5,31	5,77	5,52	6,01	6,19
Hong Kong	3,12	3,86	3,52	2,38	4,00	4,70	2,75	4,66
Corée(République)	0,17	1,34	1,07	1,99	1,45	0,61	1,92	1,82
Malaisie	2,80	2,86	2,85	3,62	4,44	4,31	3,75	3,32
Philippines	6,29	5,16	6,08	4,67	3,61	2,60	3,66	4,53
Singapour	2,86	2,85	2,85	2,84	4,12	4,12	4,12	4,46
Thaïlande	1,67	3,06	3,13	3,77	4,25	4,54	4,71	4,90
Economies asiatiques à marché émergent	2,82	3,19	3,25	3,21	3,64	3,48	3,48	3,95

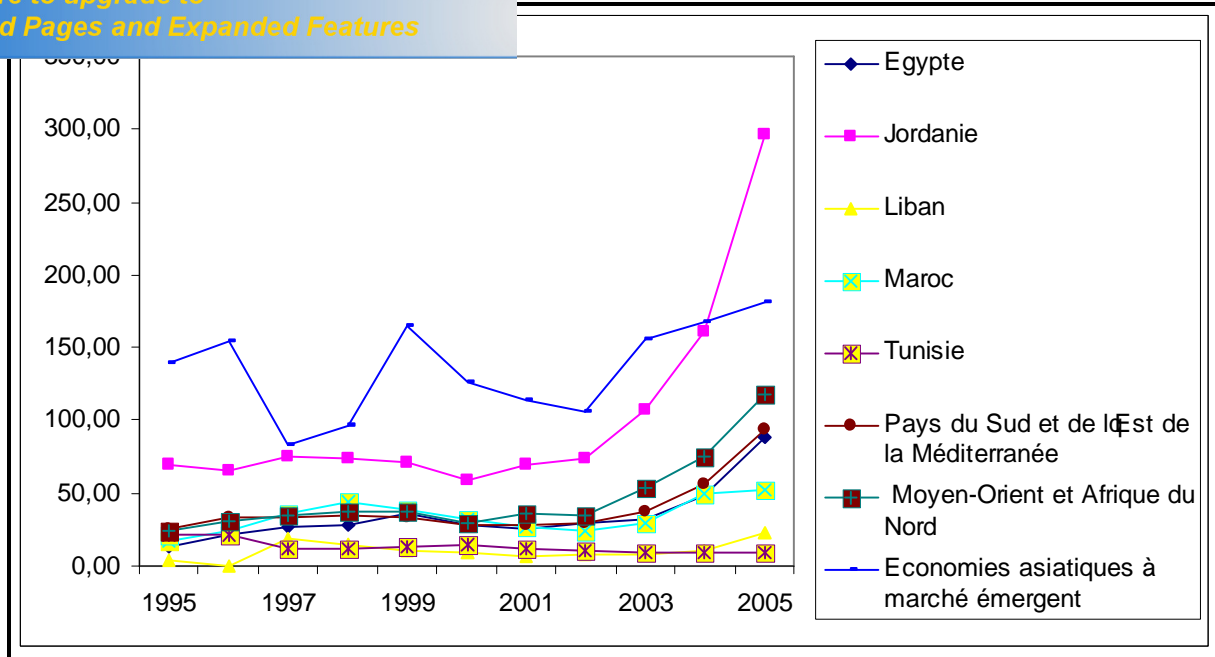
Source : World Development Indicators.

Sur l'ensemble de la période, l'Algérie enregistre en moyenne les *spread* de taux d'intérêt les plus faibles des pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée. Mais dans ce pays, les marges d'intermédiation ont connu une hausse remarquable au cours des deux dernières années (les marges d'intermédiation ont atteint à peu près le double au cours des deux années 2004 et 2005). Le Maroc quant à lui enregistre les *spread* de taux d'intérêt les plus élevés de la région.

1.4 La capitalisation boursière en pourcentage du PIB

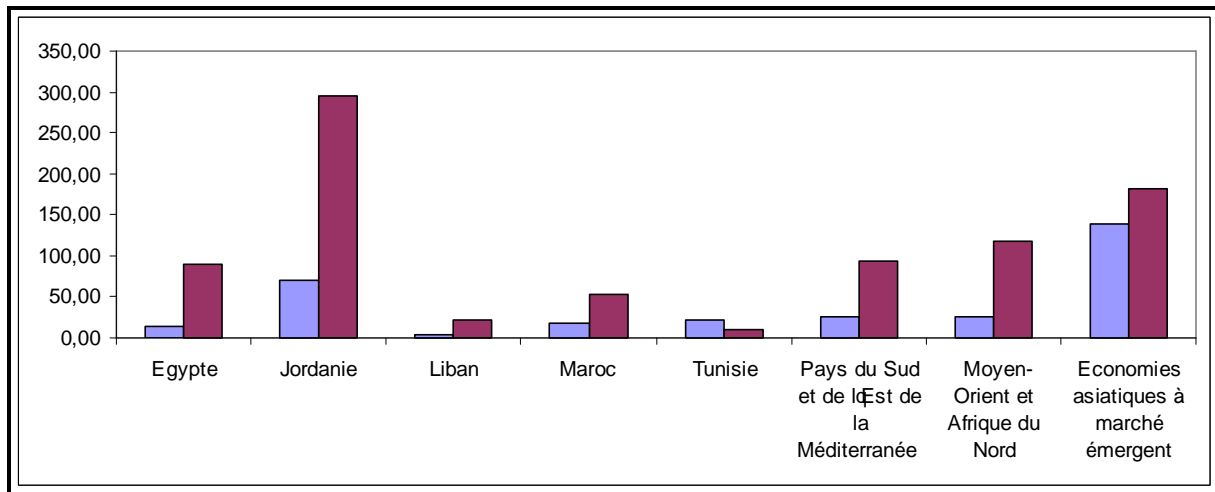
Ce ratio mesure la taille des marchés financiers. Dans les PSEM, les marchés financiers manquent de dynamisme. En Algérie à titre d'exemple, le marché financier est à un stade de développement embryonnaire.

Evolution des capitalisations des marchés boursiers relativement au PIB



Source : World Development Indicators.

Figure 6: Évolution des capitalisations des marchés boursiers relativement au PIB 1995 ; 2005



Source : World Development Indicators.

La capitalisation boursière en pourcentage du PIB est relativement faible dans les PSEM comparativement aux pays asiatiques à marché émergent. Il faut néanmoins souligner que si la capitalisation boursière était plus élevée dans les pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée que dans les pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord au cours des deux premières années (1995,1996), les PSEM ont été dépassés par cette dernière région. Dans le cas des pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée, la Jordanie a connu la plus forte progression en la matière avec un ratio qui dépasse largement la moyenne des pays asiatiques en 2005. La Tunisie en revanche semble avoir perdu du terrain (entre 1995 et 2005). Les

Egypte, au Maroc et en Tunisie n'ont pas permis un
financiers sans doute à cause de la position timide des

privatisations dans la région.

Tableau 4: Évolution des capitalisations des marchés boursiers relativement au PIB

Pays et régions	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Algérie	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Egypte	13,44	20,96	26,56	28,74	36,20	28,79	24,93	29,70	32,65	48,85	89,15
Jordanie	69,42	65,69	75,16	73,78	71,50	58,43	70,37	73,96	107,53	161,29	296,10
Liban	3,41	..	18,62	14,10	11,30	9,41	7,22	7,49	7,56	10,72	22,46
Maroc	18,04	23,76	36,44	43,77	38,85	32,70	26,80	23,80	30,02	50,10	52,73
Syrie	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Tunisie	21,78	21,76	12,28	11,45	13,01	14,54	11,52	10,13	9,86	9,39	10,03
Moyenne PSEM	25,22	33,04	33,81	34,37	34,17	28,77	28,17	29,02	37,52	56,07	94,09
Moyenne MENA	24,45	31,13	35,50	37,76	38,20	29,88	35,72	35,00	53,99	75,71	118,00
Hong Kong	210,57	282,69	234,43	205,74	373,02	369,41	303,87	282,87	450,93	519,45	566,24
Corée (République)	35,19	24,89	8,92	35,07	88,83	33,54	45,66	45,64	54,20	62,99	91,18
Malaisie	250,73	304,58	93,45	136,55	183,76	129,47	136,37	130,17	161,91	160,40	139,06
Philippines	79,51	97,38	38,08	54,19	55,34	34,43	27,83	24,30	29,12	31,91	40,55
Singapour	175,59	162,30	110,90	114,65	240,17	164,83	137,06	115,18	157,37	159,59	178,39
Thaïlande	84,28	54,94	15,60	31,20	47,71	24,03	31,46	36,39	83,30	71,37	69,94
Economies asiatique à marché émergent	139,31	154,47	83,56	96,23	164,81	125,95	113,71	105,76	156,14	167,62	180,90

Source : World Development Indicators.

Enfin, pour plus de clarté, nous allons présenter dans le tableau suivant les données concernant les quatre indicateurs précédents en calculant leurs moyennes au cours de la période 1995-2005 :

l'ensemble des quatre indicateurs (moyenne sur la période 1995-2005)

Pays et régions	M2/PIB (moyenne sur la période 1995-2005)	Crédit domestique au secteur privé en % du PIB (moyenne sur la période 1995-2005)	Spreads de taux d'intérêt (moyenne sur la période 1995-2005)	Capitalisation boursière en % du PIB (moyenne sur la période 1995-2005)
Algérie	44,97	7,59	3,52	..
Egypte	79,49	53,23	4,63	34,54
Jordanie	107,50	76,34	4,51	102,11
Liban	171,38	76,10	6,15	11,23
Maroc	78,15	53,16	7,87	34,27
Syrie	59,90	9,46	5,21	..
Tunisie	50,65	66,21		13,25
Moyenne PSEM	85,19	49,52	5,15	39,48
Moyenne MENA	59,15	39,41	5,79	46,85
Hong Kong	210,97	154,25	4,13	345,38
Corée (République)	57,83	86,79	1,48	47,83
Malaisie	123,49	173,85	3,38	166,04
Philippines	55,10	43,88	4,49	46,60
Singapour	103,88	113,35	3,89	156,00
Thaïlande	102,74	120,80	3,91	50,02
Economies asiatiques à marché émergent	109,00	115,49	3,55	135,31

Source : World Development Indicators.

SECTION 2 : LE DÉVELOPPEMENT FINANCIER DANS LES PAYS DU SUD ET DE L'EST DE LA MÉDITERRANÉE : UNE APPROCHE MULTIDIMENSIONNELLE

On présente dans une première section les éléments généraux de cette approche avant d'étudier dans les sections suivantes de façon plus détaillée chacune des dimensions de cette approche

2.1 Présentation de l'approche

A partir d'une enquête par questionnaire auprès de vingt économistes spécialistes des pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord au FMI et d'une analyse de données de panel, Creane et son équipe (2004) ont réalisé une vaste étude des secteurs financiers de la région en construisant de nouveaux indices du développement financier. Ces indices se distinguent des approches précédentes en ce qu'ils sont le résultat d'une approche multidimensionnelle et par conséquent sont une représentation plus riche du développement financier des économies.

Le développement financier synthétise six dimensions financières : le secteur financier non bancaire, la supervision bancaire et la réglementation prudentielle, la politique monétaire, l'ouverture financière et l'environnement institutionnel. Cet indice synthétique est élaboré à partir de données qualitatives et quantitatives. A l'inverse des indices quantitatifs, l'indice synthétique tente de capter tous les aspects liés au développement financier cités ci-dessus (voir tableau). En outre, les indices quantitatifs peuvent donner une fausse idée sur le développement financier. L'utilisation par exemple du taux de liquidité (M2 /PIB) et du ratio crédit au secteur privé comme indicateurs essentiels de mesure de développement du secteur financier est critiquable: le premier peut être un indicateur imparfait du développement financier car il peut traduire un degré de monétarisation élevé dans une économie à faible développement financier. Le second, peut ne pas refléter efficacement lui aussi le niveau de développement financier si ce dernier s'effectue par delà du système bancaire. Ce phénomène est caractéristique aux pays développés qui ont connu de fortes innovations financières non bancaires.

Tableau 6 : Tableau explicatif des dimensions financières qui composent l'indice synthétique

Dimensions du développement financier	Explication
Secteur bancaire	Informations relatives à la taille, la structure et l'efficacité du système bancaire : la rentabilité, la concurrence au sein de l'industrie bancaire (spreads et concentration), l'accès des entreprises privées au crédits ainsi que l'ouverture au banques étrangères.
Institutions financières non bancaires	Informations sur le niveau de développement des marchés financiers, des établissements de Housing finance, des marchés d'obligations, des compagnies d'assurance, des fonds mutuels, des fonds de pensions ainsi que les activités interbancaires.
Supervision et réglementation bancaire	Informations concernant les conditions d'adéquation des fonds propres, le contrôle prudentiel des banques, les crédits non performants, l'indépendance de la banque centrale ainsi que la transparence et la disponibilité des données financières et monétaires .
Secteur monétaire et politique monétaire	Informations relatives à l'utilisation des instruments indirects de politique monétaire, le contrôle du crédit, la libéralisation du taux d'intérêt ainsi que les réserves obligatoires

Source : Creane et al, 2004

L'indice synthétique est utilisé pour classer les pays en cinq catégories de développement financier : très élevé, élevé, moyen, faible et très faible.

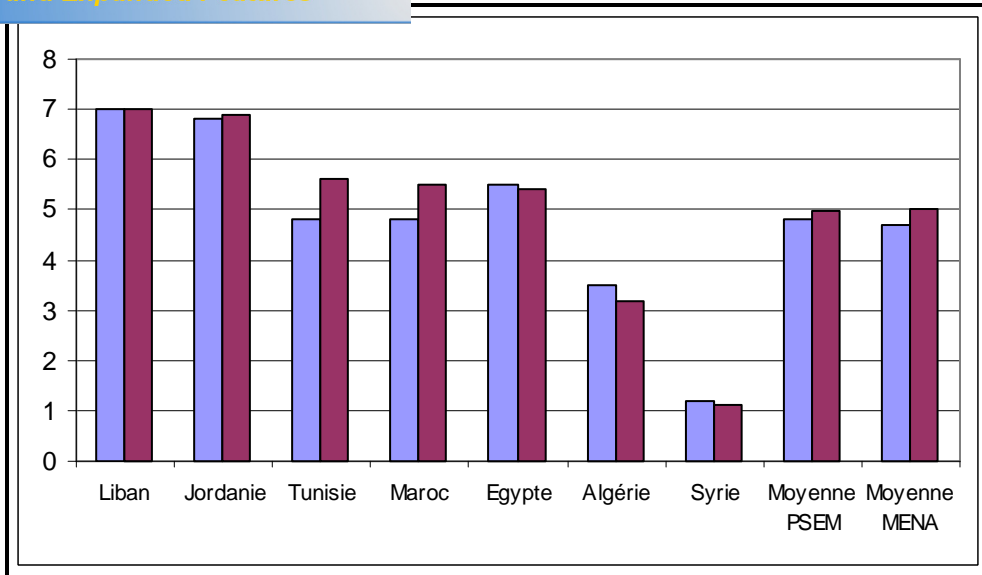
Pays et régions	2000/01	2002/03
Liban	7	7
Jordanie	6,8	6,9
Tunisie	4,8	5,6
Maroc	4,8	5,5
Egypte	5,5	5,4
Algérie	3,5	3,2
Syrie	1,2	1,1
Moyenne PSEM	4,8	4,96
Moyenne MENA	4,7	5

Source: Creane et al, 2004,

Note : l'indice de développement financier varie de 0 à 10,10 étant le niveau le plus élevé de développement financier (niveau de développement financier très faible= inférieur à 2.5, niveau de développement financier faible=2.5-5.0, niveau de développement financier moyen=5.0-6.0, niveau de développement financier élevé=6.0-7.5, niveau de développement financier très élevé=supérieur à 7.5).

D'après le tableau 7, les PSEM ont des niveaux de développement financier très différenciés. Le Liban et la Jordanie connaissent les niveaux de développement financier les plus élevés de la région. En revanche, la Syrie connaît le niveau de développement financier le plus faible de la région juste après l'Algérie. Grâce à des efforts continus de réformes, la Tunisie et le Maroc ont atteint un niveau de développement financier plus élevé entre 2000 /01 et 2002/03(Creane et al, 2004). Ces deux pays sont passés de la catégorie de développement financier faible à la catégorie de développement financier moyen. Enfin, la moyenne des PSEM est presque identique à celle des pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord.

Indice de développement financier 2000-2001



Source : Creane et al, 2004.

Si on décompose cet indice synthétique en ses six composantes élémentaires, on constate, ainsi que le montre le tableau 8, qu'en moyenne, les pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée dont le niveau de développement financier est élevé surpassent le reste des pays de l'espace économique dans toutes les dimensions de l'indice du développement financier citées auparavant, à l'exception du secteur financier non bancaire. Les premiers (c'est-à-dire les pays dont le niveau de développement financier est élevé) enregistrent des performances très élevées dans le domaine de la supervision bancaire et la réglementation prudentielle, ainsi que l'ouverture financière. En moyenne, les pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord enregistrent de meilleurs résultats que les PSEM pour les indicateurs relatifs à la réglementation prudentielle, l'ouverture financière, ainsi que le cadre institutionnel. Les pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée, quant à eux, obtiennent de meilleurs résultats dans les autres dimensions du développement financier.

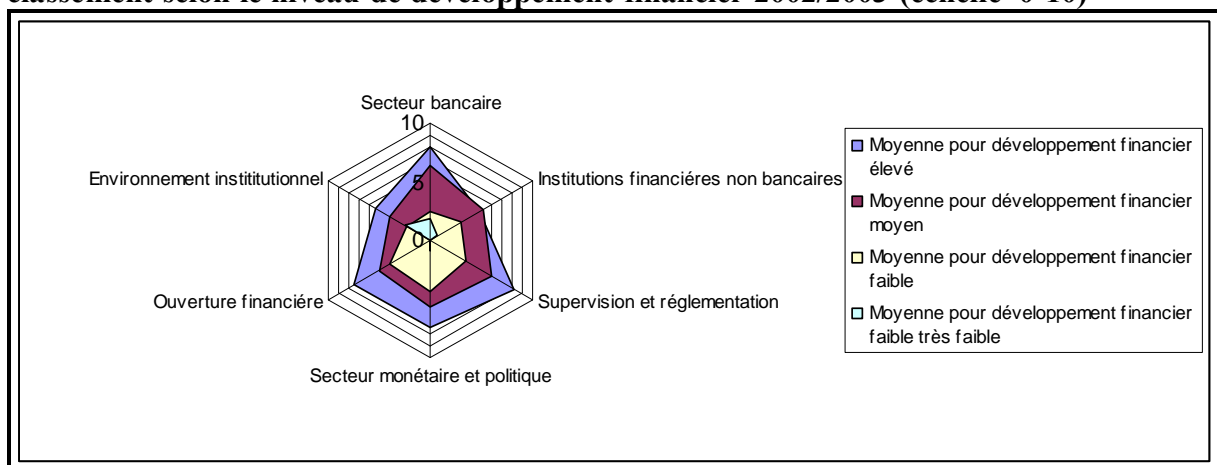
de développement financier dans les pays du Sud (2003)

Pays et régions	Indice de développement financier	Secteur bancaire	Institutions financières non bancaires	Supervision et réglementation	Secteur monétaire et politique	Ouverture financière	Environnement institutionnel
Liban	7	8,7	3,3	7,7	8,3	7	5,2
Jordanie	6,9	7,1	6,3	8,7	6,5	8	5,4
Tunisie	5,6	7,7	4,7	5,3	4,5	5	5
Maroc	5,5	5,6	4,7	7,3	6,8	4	3,8
Egypte	5,4	6	6,3	5,3	5,6	6	3,2
Algérie	3,2	2,5	3	3,5	4,4	4	2,3
Syrie	1,1	1,9	0,7	0	0,9	0	2,4
Moyenne PSEM	4,9	5,6	5	5,4	5,3	4,8	3,9
Moyenne MENA	5	5,5	3,3	5,7	5,1	5,9	4,2

Source : Creane et al, 2004.

Pour les PSEM, les résultats concernant l'environnement institutionnel et l'ouverture financière restent faibles (figure 8). Beaucoup d'efforts doivent être accomplis dans ces deux domaines.

Figure 8: Composantes de l'indice de développement financier dans les PSEM, classement selon le niveau de développement financier 2002/2003 (échelle 0-10)



Source : Creane et al, 2004.

b) À cause du manque d'informations concernant l'évolution de l'indice synthétique, les auteurs ont construit un indice de développement du système financier basé sur des données purement quantitatives. Cet indice est calculé à partir de la base de données de Beim et Calomiris (2001). Le développement financier est alors mesuré par les indicateurs suivants : ratio masse monétaire au sens large / PIB, ratio actifs des banques créatrices de

centrale et des banques créatrices de monnaie, ratio de
des banques créatrices de monnaie au secteur privé/PIB.

Ces indicateurs sont par la suite agrégés en un seul indicateur. Selon Creane et al, l'indice alternatif et l'indice synthétique donnent des résultats presque identiques : « pour les pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord, le classement en fonction de l'indice synthétique est très proche de celui basé sur l'autre indice. C'est donc avec plus de confiance que nous utilisons cet autre indice pour effectuer des comparaisons historiques et interrégionales » (Creane et al, 2004, p 17).

Les données présentées dans le tableau et les deux graphiques ci-dessous montrent que le niveau de développement financier a augmenté entre les années 60 et la fin des années 80 dans toute la région à l'exception de la Syrie où on enregistre une légère baisse de l'indice à la fin des années 80. Par la suite, le niveau de développement financier de cinq pays de la région a augmenté à la fin des années 90. L'indice alternatif a connu une baisse importante en Algérie et au Liban.

Tableau 9 : Évolution de l'indice alternatif de développement financier, échelle moyenne 0-10

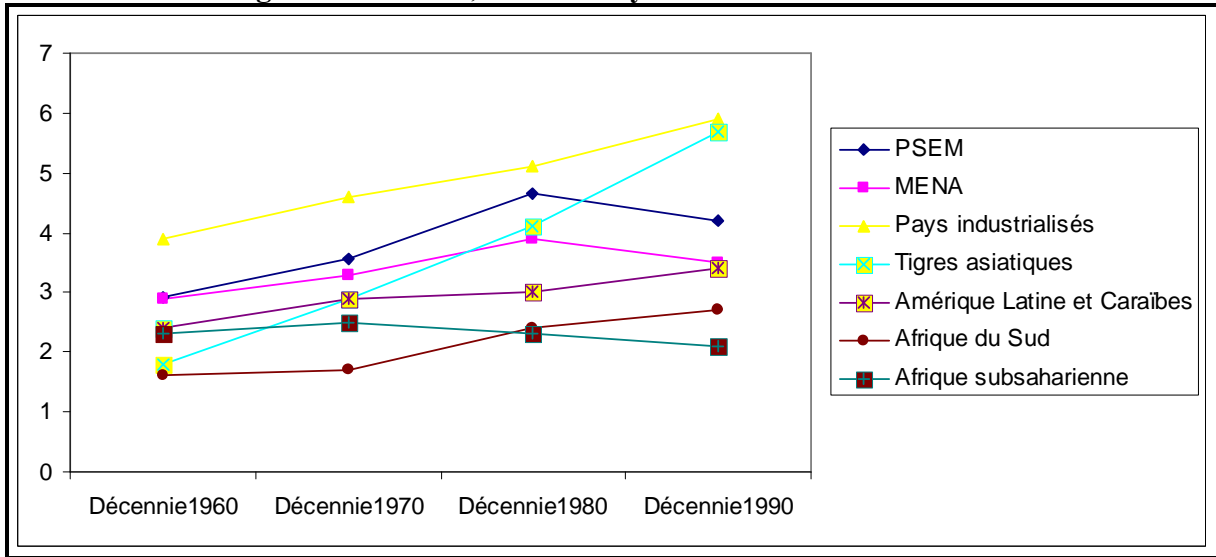
Pays et régions	Décennie1960	Décennie1970	Décennie1980	Décennie1990
PSEM	2,91	3,57	4,67	4,2
Algérie	2,4	4,2	5	2,7
Egypte	1,7	1,9	3,5	3,8
Jordanie	3,1	3,7	5,3	5,4
Liban	5,1	6,7	9,6	6,4
Maroc	2,6	2,8	3	4
Syrie	2,2	1,9	1,8	2,3
Tunisie	3,3	3,8	4,5	4,8
MENA	2,9	3,3	3,9	3,5
Pays industrialisés	3,9	4,6	5,1	5,9
Tigres asiatiques*	1,8	2,9	4,1	5,7
Amérique Latine et Caraïbes	2,4	2,9	3	3,4
Afrique du Sud	1,6	1,7	2,4	2,7
Afrique subsaharienne	2,3	2,5	2,3	2,1

Source: Creane et al, 2004.

* Il s'agit de la Thaïlande, de la Malaisie, de l'Indonésie, des Philippines et de Brunei.

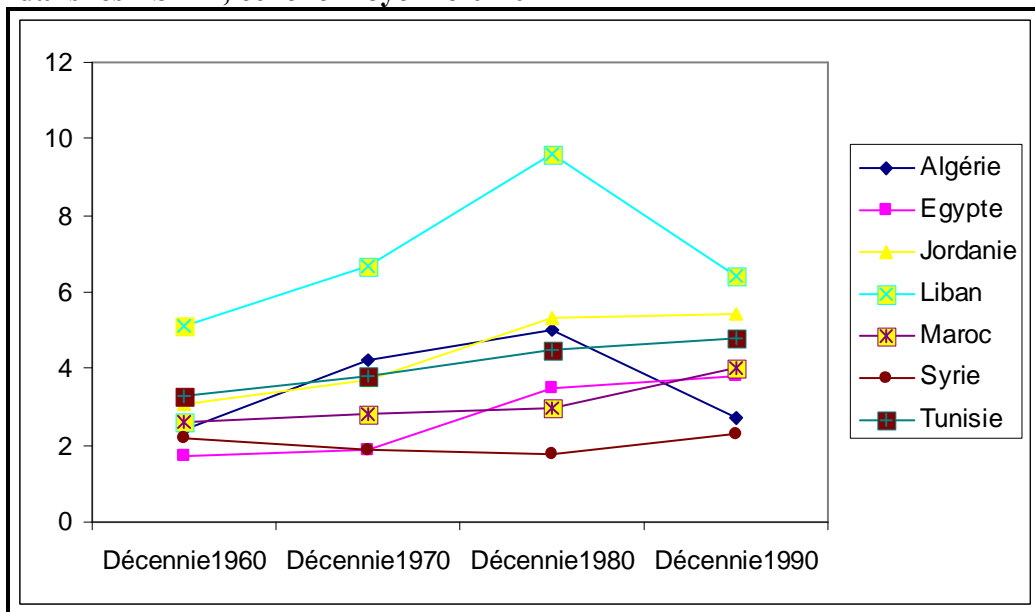
Note : l'indice de développement financier varie de 0 à 10,10 étant le niveau le plus élevé de développement financier (niveau de développement financier très faible= inférieur à 2.5, niveau de développement financier faible=2.5-5.0, niveau de développement financier moyen=5.0-6.0, niveau de développement financier élevé=6.0-7.5, niveau de développement financier très élevé=supérieur à 7.5).

l'indicateur alternatif de développement financier dans les PSEM et autres régions du monde, échelle moyenne 0 - 10



Source : Creane et al ,2004

Graphique 6 : Évolution de l'indice alternatif de développement financier dans les PSEM, échelle moyenne 0-10



Source : Creane et al ,2004

Au cours de toute la période d'étude considérée, le niveau de développement financier des pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée demeure inférieur à celui des pays industrialisés. En revanche, il reste supérieur au niveau de développement financier atteint par toutes les autres régions à l'exception des pays nouvellement industrialisés. Ces derniers,

celles des pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée ont atteint un niveau de développement financier nettement

supérieur au cours des années 80 et 90.

2.2 Le secteur bancaire

La densité du réseau bancaire pour les pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée est présentée dans le tableau ci-dessous à travers plusieurs indicateurs pour l'année 2006.

Tableau 10: Les banques dans les pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée

Pays	Banques domestiques privées	Banques publiques	Autres	% actifs bancaires(en 2001)	Agences bancaires	Total
Algérie	10	7 banques commerciales et 1 banque de développement	7(5 crédit bail, 2 capital risque)	95,78%	1200	25
Egypte	23 commerciales et d'investissement	7(dont 4 commerciales et 3 sectorielles)	18 offshore	64,70%	1242	59
Maroc	27 banques (dont 3 spécialisées)		6 banques offshore, 19 sociétés de crédit à la consommation, 2 sociétés de crédit immobilier, 4 sociétés de gestion de moyens de paiement, 2 de cautionnement, 7 sociétés de crédit bail, 2 sociétés d'affacturation.	35%	2091	69
Tunisie	15	5 dont 3 spécialisées	12 crédit bail, 2 factoring, 2 banques d'affaires, 8 offshore	42,70%	945	44

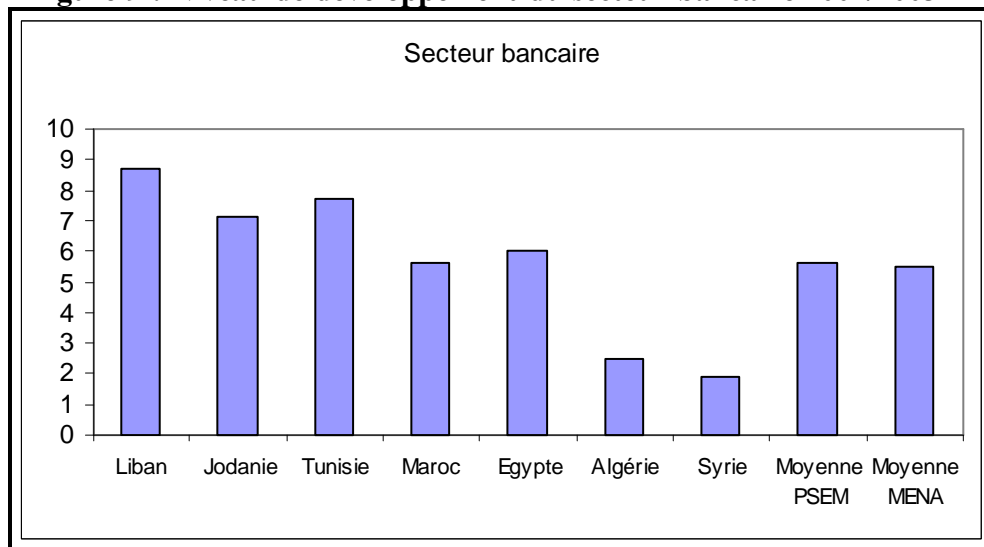
Source: Karim Ben Kahla, Hatem Salah et Maher Gassab, 2007.

Dans la plupart des pays de la région, les secteurs bancaires sont concentrés et dominés par le secteur public.

iveau de développement du secteur bancaire atteint par l'Arabie Saoudite. L'Arabie Saoudite est jugée comme moyenne. Le Liban, la Jordanie et

la Tunisie surpassent les autres pays avec des niveaux de développement du secteur bancaire élevés ou très élevés. En revanche, l'Algérie et la Syrie se classent en dernière position avec des niveaux de développement du secteur très faibles.

Figure 9 : Niveau de développement du secteur bancaire 2002/2003



Source : Creane et al, 2004.

Dans plusieurs pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée, le secteur bancaire est dominé par les banques publiques, très concentré et fortement oligopolistique ainsi que le montre le tableau 11 ci-dessous. L'implantation de nouvelles banques reste difficile. En Jordanie en revanche, le secteur bancaire est essentiellement privé et ouvert à la concurrence étrangère. Dans plusieurs pays de la région, il reste beaucoup d'obstacles à la concurrence, à la diversification et à l'innovation. Les banques publiques sont caractérisées par l'intervention de l'Etat dans l'affectation des crédits, par des pertes et des problèmes de liquidité ainsi que des marges de taux d'intérêt élevés. Il est toutefois urgent de développer des compétences modernes dans la banque et la finance, de moderniser et d'informatiser les moyens de paiement en particulier dans les pays qui ont un certain retard. C'est ainsi qu'on reste perplexe devant le faible niveau de bancarisation en Egypte où seuls 10% de la population détient des comptes bancaires. En Algérie, le système de paiement par carte électronique est quasi inexistant et la plupart des transactions sont effectuées en liquide.

Bien que les pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée se sont lancés dans un processus de dérégulation de leurs sphères financières, le secteur bancaire dans la région est

montre l'indicateur de concentration des cinq plus
des actifs bancaires :

Tableau 11 : Indicateurs de concurrence dans le secteur bancaire

	L'indicateur de concentration des cinq plus grandes banques dans le montant total des actifs bancaires	Le pourcentage des actifs bancaires dans les banques qui sont de 50% ou plus privées	Le pourcentage des actifs bancaires dans les banques qui sont de 50% ou plus d'appartenance étrangère
Jordanie	68	100	68
Liban	40	100	27
Egypte	65	33	4
Maroc	75	76	19
Tunisie	66	68	19
Moyenne PSEM	62,8	75,4	27,4
Hong Kong	..	..	..
Corée (République)	48	70	0
Malaisie	30	100	18
Philippines	46	88	13
Singapour	..	100	50
Thaïlande	75	69	7
Economies asiatiques à marché émergent	49,75	85,4	17,6
Pays de l'OCDE à haut revenu	65	97	7

Source : Jean-Claude Berthélemy et Nawel Bentahar, 2004.

La lecture du tableau 11 (colonne1) montre qu'à l'exception du Liban, le reste des pays de la région ont des taux de concentration relativement élevés comparativement à la moyenne des pays asiatiques à marché émergent. Dans Les pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée, les marges d'intermédiations élevées sont en partie le résultat du manque de concentration au sein de l'industrie bancaire. Les pays de l'espace économique doivent accroître la concurrence dans le secteur bancaire afin de réduire leurs marges d'intermédiation et améliorer l'accès des entreprises aux crédits.

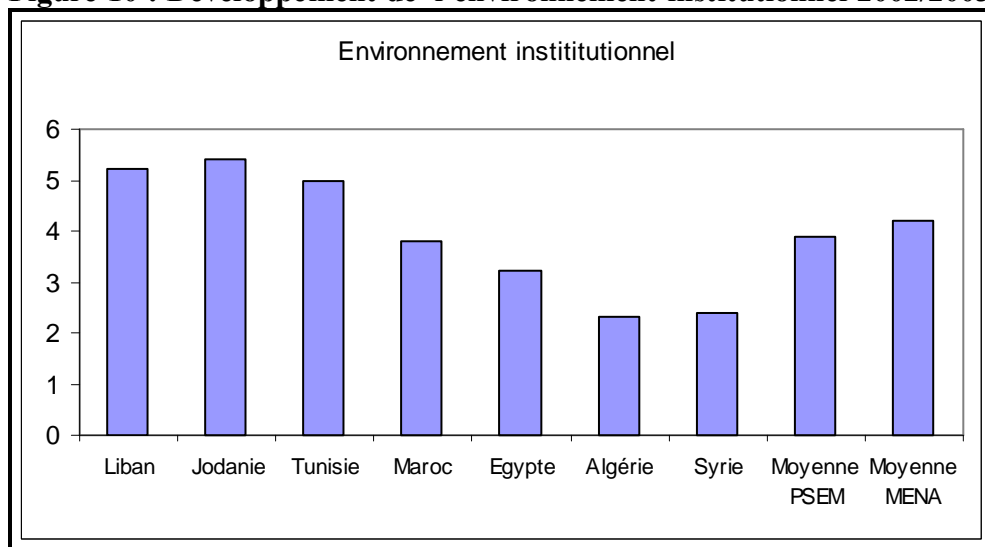
Le pourcentage des actifs bancaires dans les banques qui sont de 50% ou plus d'appartenance étrangère montre que le secteur bancaire jordanien est très ouvert à la concurrence étrangère. La Jordanie surpasse le reste des pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée, les pays asiatiques à marché émergent ainsi que les pays de l'OCDE à haut revenu avec un pourcentage qui atteint 68% des actifs bancaires dans les banques qui sont de 50% ou plus d'appartenance étrangère. Ce pourcentage n'est pas négligeable au Liban, au Maroc et en Tunisie, il dépasse même la moyenne des économies asiatiques à marché

pays de l'OCDE à haut revenu. En revanche, l'Égypte est en retard à la concurrence étrangère avec un pourcentage qui atteint les 4% seulement.

2.3 L'environnement institutionnel

Les pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée sont caractérisés par un environnement institutionnel faible notamment en Algérie et en Syrie. En moyenne, les niveaux de développement du cadre institutionnel dans les pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée et les pays du Moyen-Orient et Afrique du Nord sont très proches. Les faiblesses du cadre institutionnel sont dues notamment à la bureaucratie administrative, aux rigidités en matière de transfert de propriété, aux systèmes judiciaires lents et soumis aux pressions politiques, avec comme conséquence, le non respect des contrats et la faiblesse des taux de recouvrements des prêts. Selon la base *Heritage foundation*, les pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée ont un niveau de protection de la propriété privée faible.

Figure 10 : Développement de l'environnement institutionnel 2002/2003



Source : Creane et al , 2004.

2.4 Le cadre réglementaire

Suivant les données du tableau 12 ci-dessous, seul un pays parmi les PSEM (la Jordanie) connaît un faible niveau de restrictions réglementaires dans le secteur bancaire. Ce niveau est en revanche élevé dans trois pays (l'Algérie, la Syrie et l'Égypte). Dans le reste de la région, le niveau de restrictions réglementaires est modéré. Contrairement aux pays de l'OCDE qui ont réduit le niveau de restrictions réglementaires, ce niveau s'est accru au cours

Sud et de l'Est de la Méditerranée. Aujourd'hui, les restrictions réglementaires ont diminué dans la deuxième moitié de la décennie 1990¹⁰.

Tableau 12: Restrictions réglementaires dans le secteur bancaire et financier

	Actuellement 2003			
		Faible ou très faible	Modéré	Elevé ou très élevé
Initialement (deuxième décennie 1990)	Faible ou très faible	-	Maroc Tunisie	Algérie Syrie
	Modéré	Jordanie		
	Elevé ou très élevé		Liban	Egypte

Source : Jean-Claude Berthélemy et Nawel Bentahar, 2004.

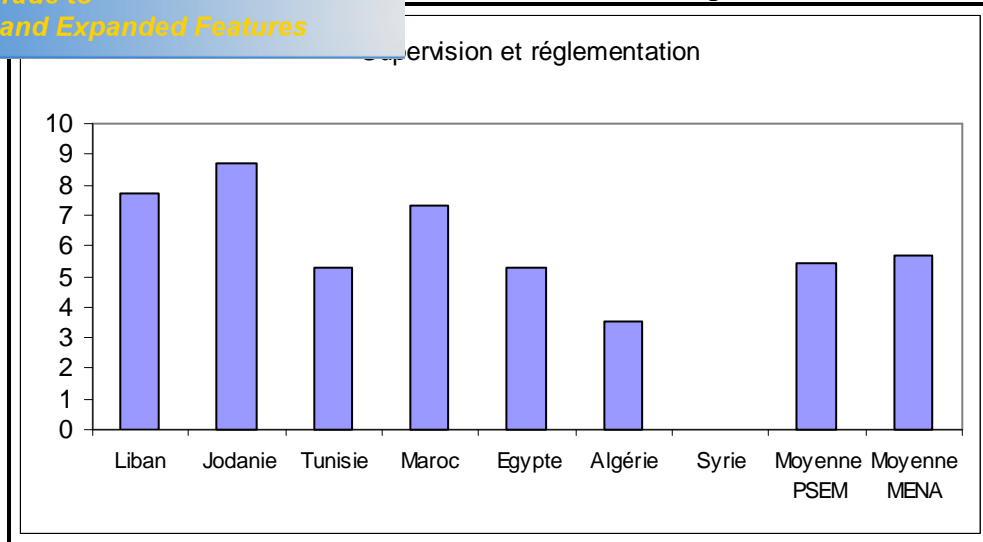
2.5 La qualité de la réglementation et de la supervision bancaires

Parallèlement à la libéralisation du secteur financier et au développement des activités bancaires, la plupart des pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée s'attachent à renforcer leur réglementation et leur contrôle bancaire afin de se mettre en conformité avec les normes internationales. Cependant, des disparités réglementaires et de supervision demeurent importantes entre les pays de la région.

L'examen de l'indice de Creane et al (2004) révèle des disparités dans la qualité de la réglementation et de la supervision bancaires parmi les pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée : le Liban, la Jordanie et le Maroc surpassent les autres pays avec un indice synthétique relatif à la qualité de la réglementation et de la supervision bancaires élevé ou très élevé. Tandis-que la Tunisie et l'Egypte connaissent un niveau de la supervision moyen, l'Algérie et la Syrie semblent accuser un grand retard par rapport aux pays avancés de la région avec un indice relatif à la qualité de la réglementation et la supervision bancaire très faible.

¹⁰ Dans la deuxième moitié de la décennie 1990, un pays seulement (Egypte) avait des restrictions élevées. Aujourd'hui 3 pays au total ont des niveaux de restrictions élevées ou très élevées (Algérie, Syrie, Egypte).

ementation et de la supervision 2002/2003



Source : Creane et al ,2004.

Selon Creane et al (2004), dans plusieurs PSEM tels que la Jordanie, le Liban, le Maroc et la Tunisie, la réglementation et la supervision bancaires ont été renforcées, des méthodes modernes ont été mises en place afin de collecter les informations indispensables au contrôle prudentiel et à la supervision bancaire. Cependant, les banques de la région continuent à être encombrées par des volumes importants de prêts non performants.

La lecture du tableau ci-dessous révèle un volume élevé de prêts non performants qui atteignent des chiffres qui dépassent largement le pourcentage (de l'ordre de 6%) considéré comme normal selon les normes internationales ou les niveaux enregistrés par les pays européens (pour l'année 2004, la moyenne mondiale a atteint 6.4%, celle des pays à haut revenu 2.2%).

Malgré la mise en place de programmes de restructuration ainsi que des mesures visant l'apurement des prêts non performants dans quelques du Sud et de l'Est de la Méditerranée, les banques de la région continuent à être encombrées par des volumes importants de prêts non performants, ce qui les rend plus vulnérables et accroît le risque bancaire. L'importance des portefeuilles compromis est en partie due à la participation des pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée au financement de secteurs d'activités considérés comme prioritaires. En Tunisie à titre d'exemple, le secteur prioritaire du tourisme présente le taux d'impayés le plus élevé. Par ailleurs, l'autonomie insuffisante des banques centrales de l'espace économique considéré (PSEM) réduit leurs capacités à imposer des sanctions.

crochés dans les pays du Sud et de l'Est de la

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Liban	1994:20%,1998:13%, 2000:17%						
Jordanie		19,7	20,7				
Tunisie	40% en 1992,25% en 1996%, 21,6 en 2000	19,20%	20,90%	24%	23,70%	20,90%	17,9% banques privées; 24,1% publiques
Maroc		16,80%	17,20%	18,10%	19,40%	15,70%	
Egypte		16,90%	20,20%	24,30%	26,30%	25% ** (30%)	
Algérie	50%(50% du PIB)	31,75%			17%		30% (banques publiques)
Syrie							
Europe	3,00%	2,90%	2,50%	2,30%	1,70%		
Monde					6,40%		
Pays à haut revenu					2,20%		

Source: Karim Ben Kahla, Hatem Salah et .Maher Gassab, 2007.

Malgré les efforts accomplis par les pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée pour renforcer la réglementation et la supervision bancaires, des disparités réglementaires demeurent entre les pays de la région .Ceci est illustré par l'examen du ratio de solvabilité :

Tableau 14: Ratio de solvabilité dans les pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée

Pays	Ratio de solvabilité (capital adequacy ratio)
Liban	10% en 2000, 12% en 2001
Jordanie	12% en 1997, 17,4 % en 2002
Tunisie	8% en 2005
Maroc	15,7% en 2006
Egypte	10% en 2002
Algérie	8% en 1999

Source: Karim Ben Kahla, Hatem Salah et Maher Gassab, 2007.

Dans les pays l'espace économique considéré (PSEM), le taux de solvabilité est supérieur au minimum fixé par le comité de Bale (8%). En Jordanie et au Maroc, le ratio de solvabilité atteint à peu près le double du minimum légal fixé par les normes internationales (17.4 % en Jordanie pour l'année 2002 et 15.7% au Maroc pour l'année 2006).

banques centrales dans les pays du Sud et de l'Est de la région. L'absence de sanctions faibles. Une structure de régulation prudentielle ne peut être effective que lorsque les autorités sont dotées d'un minimum de pouvoir leur permettant d'appliquer les normes et d'un système de sanction approprié en cas de violation des règles. Dans la région, les systèmes judiciaires réputés longs rendent les radiations de créances difficiles. Les commissions bancaires et les départements de supervision bancaire manquent de moyens (notamment humains) et souffrent d'une bureaucratie lourde. Au total, tout ceci représente un handicap pour les PSEM qui s'orientent vers une plus grande intégration des marchés internationaux.

Dans les PSEM, le faible nombre de crises bancaires et financières comparativement à d'autres régions du monde (comme illustré par le tableau ci-dessous) semble être dû à la lenteur et la prudence des réformes bancaires et financières ainsi qu'à l'étroitesse de leurs systèmes financiers. Ceci naturellement n'est pas le signe particulier de bonne gouvernance ou d'efficacité de la supervision et la structure prudentielle mais plutôt le résultat du faible développement financier de la région.

Tableau 15: Crises bancaires dans les pays émergents (1970-janvier 2003)

Pays	Crises systématiques	Crises non systématiques
Pays asiatiques à marché émergent		
Hong Kong	-	(1982-83)/ (1983-86)/ (1998)
Corée(République)	(1997-2003)	-
Malaisie	(1997-2003)	(1985-88)
Philippines	(1981-87)/(1998-2003)	-
Singapour	-	(1982)
Taïlande	(1983-87)/(1997-2003)	
PSEM		
Algérie	(1990-92)	-
Egypte	Début des années 80	(1991-95)
Maroc	Début des années 80	-
Tunisie	-	(1991-95)
Amérique Latine		
Argentine	(1980/82)/(1989-90)/(1995)/(2001-02)	-
Brésil	(1990)/(1994-99)	-
Chili	(1976)/(1981-86)	-
Colombie	(1982-87)	-
Mexique	(1981-91)/(1994-97)	-
Pérou	(1983-90)	-
Venezuela	(1994-95)	Fin 1970-début 1980

Source : Saoussen Ben Gamra et Mickaël Clévenot ,2006

du Sud et de l'Est de la Méditerranée ont libéralisé leurs systèmes financiers, cela n'a pas empêché l'émergence de crises bancaires et financières dans la région car ces pays se sont lancés dans un processus de libéralisation financière sans se soucier de modifier le cadre institutionnel et de renforcer la supervision bancaire et la réglementation prudentielle. La lecture du tableau ci-dessous révèle un retard important entre la date du début de la libéralisation financière et le renforcement de la supervision bancaire et la structure prudentielle. Ces pays ont entrepris un processus de libéralisation financière prématuré dans un environnement institutionnel inadéquat caractérisé par l'absence d'un système de supervision performant, d'une régulation prudentielle et d'un cadre réglementaire adapté et sans renforcer au préalable leurs systèmes judiciaires. Certains pays ont renforcé la supervision et la réglementation bancaires suite à d'importantes crises telle que la faillite de la banque Petra en Jordanie (1990) et la banque de crédit et du commerce internationale en Egypte (1991). Ces pays n'ont ainsi entrepris des réformes qu'après avoir ressenti l'impact négatif de l'absence d'une surveillance efficace.

Tableau 16 : Libéralisation financière et caractéristiques de l'environnement institutionnel des banques

Pays	Libéralisation financière	Développement des institutions		Renforcement de la régulation et de la supervision bancaire
		Date	Indice de loi (Moyenne 1982-95)	
Algérie	1987	–	na	1991
Egypte	1990	1992	4,17	1992
Maroc	1980	–	na	1991
Tunisie	1986	–	na	1992

Source : Saoussen Ben Gamra et Mickaël Clévenot, 2006

Note : l'indice de loi (ou « law and order index ») permet de mesurer le degré de respect de la loi, il varie entre 0 et 10. Plus il est élevé mieux la loi est respectée.

Ainsi, si les pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée devaient développer leurs systèmes financiers, ce serait :

- en réduisant la présence étatique dans les institutions financières,
- en réduisant le recours au financement monétaire du déficit budgétaire,
- en renforçant la réglementation prudentielle et la supervision bancaire ainsi que le cadre juridique,
- en se dotant de ressources humaines de mieux en mieux qualifiées.

CHAPITRE IV : UNE ANALYSE EMPIRIQUE DE LA RELATION ENTRE DÉVELOPPEMENT FINANCIER, SUPERVISION BANCAIRE ET CROISSANCE

Nous avons vu dans la partie précédente que la supervision bancaire a un impact favorable sur le niveau de développement financier et sur sa capacité à contribuer pleinement à la croissance. Dans ce chapitre, nous allons tenter de vérifier la robustesse du lien empirique unissant ces variables avec une référence particulière aux PSEM en estimant un modèle théorique, basé sur les nouvelles théories de la croissance. Nous nous proposons de valider plus précisément les deux hypothèses suivantes :

- Le développement financier favorise le développement économique.
- Le niveau de supervision bancaire peut améliorer la contribution du développement financier à la croissance.

SECTION 1 : SPÉCIFICATION DU MODELE

L'analyse empirique que nous allons mener est basée sur le modèle de Mankiw, Romer et Weil (1992)¹¹ souvent qualifié par le modèle de Solow augmenté. Ces auteurs reprennent les fondements du modèle de Solow dans lequel ils incorporent le capital humain. Ce modèle est souvent utilisé pour l'analyse des facteurs pouvant contribuer à la croissance¹². Ainsi, N. Zatla (2005) par exemple l'utilise pour analyser l'impact des investissements directs étrangers sur la croissance des pays en développement.

Deux types de capitaux sont pris en compte dans le modèle de Mankiw, Romer et Weil: le capital physique et le capital humain. En supposant que le capital humain est un facteur de croissance au même titre que le capital physique et le travail, l'équation de production à l'instant t est donné par l'expression suivante :

¹¹ Pour plus de détails voir la partie A de l'annexe mathématique.

¹² Pour le besoin de l'étude, nous avons repris le modèle augmenté respectivement par le capital humain et financier de Qi Zhu (2002), qui constitue un prolongement du modèle de Mankiw, Romer et Weil (1992).

(1)

$$\alpha + \beta < 1 \quad \alpha, \beta > 0$$

où Y représente le produit (Y épuise la rémunération des facteurs parce que la fonction de production est à rendement d'échelle constant), K : le capital physique, H : le stock de capital humain, L : le travail, A : le progrès technique qui augmente le travail. Le progrès technique A et le travail L sont supposés croître à des taux respectifs constants et exogènes g et n .

Une fraction S_k et S_h du revenu est épargnée pour l'accumulation du capital physique et humain respectivement. On suppose que ces deux formes de capital se déprécient au même taux δ .

Comme on le constate, la fonction de production qui spécifie l'économie envisagée est une Cobb Douglas à rendements d'échelle constants : $\alpha + \beta + (1 - \alpha - \beta) = 1$. Le rendement des facteurs accumulables pris ensemble (capital physique et capital humain) sont donc décroissants ($(\alpha + \beta) < 1$).

En notant y^* la valeur stationnaire du revenu par unités de travail efficaces et y_t la valeur effective du revenu par unités de travail efficace, l'approximation de la vitesse de convergence au voisinage de y^* donne :

$$\ln y_t = \frac{d \ln y_t}{dt} = \lambda (\ln y^* - \ln y_t) \quad (2)$$

Avec $\lambda = (n + g + \delta) (1 - \alpha - \beta)$

En intégrant l'équation (2) pour un temps T compris entre 0 et T , et en transformant le produit par unités de travail efficace en produit par travailleur, nous obtenons par des substitutions une équation qui se prête à une validation empirique :

$$T - (1 - e^{-\lambda T}) \ln \left(\frac{Y_0}{L_0} \right)$$

$$-(1 - e^{-\lambda T}) \frac{\alpha + \beta}{1 - \alpha - \beta} \ln(n + g + \delta) + (1 - e^{-\lambda T}) \frac{\alpha}{1 - \alpha - \beta} \ln s_k \quad (3)$$

$$+(1 - e^{-\lambda T}) \frac{\beta}{1 - \alpha - \beta} \ln s_h$$

où $\left(\frac{Y}{L} \right)$ est le revenu par travailleur.

Cette équation montre comment le revenu par travailleur dépend de la croissance de la population, le taux d'investissement en capital physique et le taux d'investissement en capital humain.

En procédant à des changements de variables, l'équation aura pour expression :

$$\ln \tilde{y}_T - \ln \tilde{y}_0 = \pi_0 + \pi_1 \ln \tilde{y}_0 + \pi_2 \ln(n + g + \delta) + \pi_3 \ln s_k + \pi_4 \ln s_h \quad (4)$$

où \tilde{y} est le revenu par tête (Y/L) dans (3).

Avec des données de panel, cette approximation peut s'écrire de la manière suivante :

$$y_{i,t} - y_{i,t-1} = \pi_1 y_{i,t-1} + \sum_{j=2}^4 \pi_j x_{i,t}^j + \eta_t + \mu_i + v_{i,t} \quad (5)$$

où $y_{i,t} = \ln y_T$

$$y_{i,t-1} = \ln y_0$$

$$\pi_1 = e^{-\lambda T} - 1$$

$$x_{i,t}^2 = \ln(n + g + \delta)$$

$$x_{i,t}^3 = \ln s_k$$

$$x_{i,t}^4 = \ln s_h$$

$$\mu_i = (1 - e^{-\lambda T}) \ln A_0$$

$$\eta_t = g T$$

porels

μ_i : effets spécifiques au pays

$v_{i,t}$: terme d'erreur.

Afin de déterminer l'effet de la finance sur la croissance, notre idée général est d'intégrer à ce modèle de base néo-classique le facteur financier à travers *deux canaux différents* : l'investissement (l'accumulation du capital physique) et la productivité totale des facteurs.

Le canal de l'investissement

Si la finance affecte en premier l'investissement et donc indirectement la croissance à travers le canal de l'investissement on s'attend alors à trouver une relation positive entre la finance et l'investissement. Pour déterminer l'effet de la finance sur la croissance à travers le canal de l'investissement, nous introduisons le facteur financier dans le modèle de croissance néo-classique augmenté en écrivant la proportion à investir le capital physique S_k en fonction de F tel que : $S'_k(F) > 0$

Dans les régressions en coupe transversale, S_k est supposé constant à travers le temps dans l'économie considérée alors que différentes économies avec différents niveaux de développement financier (différentes valeurs des indicateurs financiers) vont avoir différentes valeurs de S_k . Cependant, une telle approximation est plus réaliste seulement à court terme. Il est plus probable que dans le long terme d'une économie, l'évolution du développement financier engendrera différentes valeurs de S_k . L'augmentation du modèle par le facteur financier ne change pas les solutions stationnaires du modèle ou les équations estimables économétriquement (3) et (4) à l'exception du fait que S_k peut être exprimé en fonction de F .

Le canal de la productivité totale des facteurs

Pour déterminer l'effet de la finance sur la croissance à travers le canal de la productivité, on suppose que des niveaux de développement différents des secteurs financiers peuvent entraîner des différences dans l'efficacité productive entre les pays et à travers les temps. Notre hypothèse est que le facteur financier peut affecter la croissance à travers également la productivité totale des facteurs ce qui revient à spécifier dans le modèle la

facteur financier. Cette spécification implique que la croissance est exogène, comme dans le modèle néo-classique de Solow, mais également que les différences dans F ont un impact au niveau de la productivité à travers les pays et le temps.

Pour montrer l'impact du facteur financier, F , sur la productivité totale des facteurs, l'équation qui décrit l'évolution du progrès technique est augmentée de la manière suivante :

$$A_t = A_0 e^{gt} F_t^\rho \quad (6)$$

Dans cette équation, le développement financier influence le progrès technique A .

Après calculs, l'équation estimable économétriquement est donnée par l'expression suivante :¹³

$$\ln \tilde{y}_T - \ln \tilde{y}_0 = \pi_0 + \pi_1 \ln \tilde{y}_0 + \pi_2 \ln (n + g + \delta) + \pi_3 \ln s_k + \pi_4 \ln s_h + \pi_5 \ln F \quad (7)$$

Avec des données de panel, cette approximation peut s'écrire :

$$y_{i,t} - y_{i,t-1} = \pi_1 y_{i,t-1} + \sum_{j=2}^5 \pi_j x_{i,t}^j + \eta_t + \mu_i + v_{i,t} \quad (8)$$

où π_j et $x_{i,t}^j$ ont été définis précédemment, à l'exception de $\pi_5 = \rho (1 - e^{-\lambda t})$ et $x_{i,t}^5 = \ln F$

En comparaison avec l'équation (4), il apparaît clairement que l'équation (8) contient une variable indépendante supplémentaire F .

Dans la suite du document, l'effet de la finance sur la croissance sera testé à travers le canal de la productivité totale des facteurs seulement. Cela reviendra donc à estimer économétriquement l'équation 7 (ou 8).

SECTION 2 : STRATÉGIE DE VALIDATION EMPIRIQUE

Méthodes économétriques

Pour tester ce modèle, deux méthodes économétriques seront utilisées : une estimation en coupe transversale et une estimation en données de panel avec effets spécifiques fixes.

¹³ Pour plus de détails voir la partie C de l'annexe mathématique.

une coupe transversale qui ne tient compte que de la dimension temporelle. Un panel prend en compte deux dimensions : une dimension individuelle et une dimension temporelle. L'échantillon de données est alors organisé sous la forme d'une combinaison de coupes instantanées et de séries temporelles. Cette double dimension de données de panel présente alors un avantage décisif par rapport aux coupes transversales. Dans un souci de robustesse, ces deux méthodes économétriques seront utilisées afin de tester le modèle de croissance.

Échantillon utilisé

Notre échantillon comprend 9 pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée : l'Algérie, l'Égypte, Israël, la Jordanie, le Liban, le Maroc, la Syrie, la Tunisie et la Turquie. Afin de vérifier si les résultats des estimations confirment la tendance globale, les résultats pour les PSEM seront confrontés à ceux obtenus pour un échantillon composé de 83 pays dont la liste figure en annexes. Notre analyse couvre la période 1976-2005. Cette période sera subdivisée en sous périodes de cinq ans chacune dans le cadre de l'analyse en données de panel. En revanche, pour l'étude en coupe, les moyennes et les taux de croissance sont calculés sur l'ensemble de la période.

Définition des variables du modèle : Les variables utilisées sont les suivantes :

La croissance économique (GROWTH): C'est la variable dépendante qui est appréhendée à travers le taux de croissance du produit intérieur brut réel per capita en PPA (parité du pouvoir d'achat).

Le niveau initial du PIB réel par habitant en logarithme naturel en PPA (PIBT0) : il est utilisé afin de mesurer l'effet de convergence.

Le taux d'investissement en capital physique en logarithme naturel (FBCF) : C'est le rapport de l'investissement local (approximé par la formation brute du capital fixe) au produit intérieur brut.

Le taux d'investissement en capital humain en logarithme naturel (SCHOOL): Ce taux sera approximé par le taux de scolarisation du secondaire (rapport entre la population scolarisée dans le secondaire sur la population en âge d'être scolarisée dans le secondaire).

ond, comme dans l'article de MRW (1992), au
issance de la population (n), du taux de croissance du
progrès technique (g) et du taux de dépréciation du capital (δ). A strictement parler, n doit
correspondre au taux de croissance de la population active employée. Etant donnée
l'indisponibilité de séries longues sur l'emploi, ce dernier sera approché comme dans la
plupart des applications de ce modèle par le taux de croissance de la population. Le taux de
progrès technique (g) et celui de la dépréciation du capital physique et humain (δ) sont
considérés comme exogènes. Leur somme est fixée à 0,05.

Pour mieux contrôler la régression et diminuer le risque d'un biais de variables omises,
nous y incluons si nécessaire les variables suivantes :

Le Taux d'ouverture de l'économie (OPEN) mesuré par le logarithme de la somme
des importations et exportations en pourcentage du PIB.

Le ratio de dépenses gouvernementales au PIB (GOV) : Nous utilisons cette variable
pour mesurer l'importance du gouvernement dans l'activité économique. Nous nous attendons
à trouver une influence négative des dépenses gouvernementales sur la croissance du fait
qu'un faible ratio des dépenses publiques serait plutôt un indicateur d'une stabilité
macroéconomique.

La masse monétaire en pourcentage du PIB en logarithme naturel (M2) : Ce ratio
est égal au volume des engagements liquides (monnaie, dépôts à vue et dépôts à terme des
intermédiaires financiers bancaires et non bancaires du système financier) rapporté au PIB.
L'indicateur M2/PIB mesure la taille du secteur financier officiel par rapport à la taille de
l'économie.

M3 en pourcentage du PIB en logarithme naturel (M3) : L'agrégat monétaire M3
(monnaie fiduciaire + dettes financières des banques et autres institutions financières) rapporté
au PIB mesure également la taille des intermédiaires financiers. Mais cet indicateur peut
donner une fausse idée du développement financier car à cause de sa composante M2/PIB, il
peut refléter un degré de monétarisation élevé dans une économie où le système financier
n'est pas développé.

(M2/PIB et M3/PIB) représentent des indicateurs de liquidité qui reflètent alors la capacité du système financier à fournir des liquidités.

Le ratio du crédit domestique au secteur privé en pourcentage du PIB en logarithme (CDP) : Le crédit au secteur privé (par les banques et les institutions non bancaires) par rapport au PIB mesure le degré de développement de l'intermédiation financière. Il représente plus précisément l'efficacité du système financier dans l'allocation du crédit au secteur privé. Les systèmes financiers qui accordent plus de crédits aux entreprises privées sont censés être plus impliqués dans le développement, le contrôle et la gestion des risques des entreprises. Ils ont une plus grande capacité à mobiliser l'épargne et à améliorer son affectation comparativement à une situation dans laquelle ils devraient accorder des crédits uniquement au gouvernement ou aux entreprises publiques. Ainsi le crédit au secteur privé par rapport au PIB apparaît en principe comme étant l'indicateur le plus approprié du développement financier, car en excluant le crédit alloué au gouvernement, aux entreprises publiques ainsi que les crédits de la banque centrale, il reflète plus clairement le rôle des intermédiaires financiers dans la canalisation de l'épargne vers l'activité privée. Toutefois, cet indicateur présente l'inconvénient d'être un faible indicateur du développement financier si ce dernier se développe par delà le système bancaire. Il reste cependant que les marchés financiers par exemple ne sont pas prépondérants dans les PSEM.

Le ratio du crédit domestique net dans PIB en logarithme (CDN) : Nous calculons le logarithme du rapport crédit intérieur/PIB afin de mesurer l'importance de l'activité du crédit dans l'économie.

Le spread du taux d'intérêt en logarithme naturel (IRS) : Le spread de taux d'intérêt représente l'écart entre le taux créditeur et le taux débiteur. Il est utilisé en tant que mesure de l'efficacité du secteur financier. Des marges d'intermédiation élevées montrent le manque de concurrence au sein du système bancaire. Ainsi le spread de taux d'intérêt est négativement lié au développement financier.

INVCL en logarithme naturel : En l'absence d'indicateur du degré de surveillance bancaire, nous avons utilisé comme proxy l'indice de liberté civile de *Freedom House* (2007).

t de la base de données de la Banque Mondiale (2007)

à l'exception de l'indice de liberté civile qui provient de la base de données Freedom House (2007).

SECTION 3 : LA RELATION ENTRE LE DÉVELOPPEMENT FINANCIER ET LA CROISSANCE : TESTS ÉCONOMÉTRIQUES

3.1 Estimations en coupe transversale

3.1.1 Échantillon total

Les résultats des estimations de la relation entre le développement financier et la croissance en cross sections sont présentés dans le tableau 17.¹⁴

Les résultats relatifs à l'estimation de l'équation solowienne de croissance augmentée par le capital humain (colonne 1)¹⁵ montrent la proximité des résultats avec les travaux de Mankiw, Romer et Weil (1992): toutes les variables exercent un effet significatif sur la croissance et leurs signes sont conformes aux prédictions du modèle. De plus, l'hypothèse de convergence conditionnelle est vérifiée : le coefficient significatif négatif associé au niveau initial du PIB par tête indique l'existence d'une tendance de convergence conditionnelle des économies. Ainsi, les pays les plus pauvres du groupe rattrapent, toute chose égale par ailleurs et notamment le taux d'épargne en capital physique et humain, les plus riches.

Notre tentative d'intégrer le taux d'inflation comme variable proxy de la répression financière et donc explicative de la croissance s'est avérée infructueuse. En plus d'être non robuste, cette variable dégrade sensiblement la qualité de l'estimation et, de ce fait, n'est pas reproduit. En ce qui concerne la variable dépenses gouvernementales en pourcentage du PIB, cette variable est à la limite du seuil de significativité de 95% et est affectée d'un bon signe. Ce résultat montre que la stabilité macroéconomique à travers la stabilisation des dépenses publiques peut jouer un rôle non négligeable dans la croissance. L'examen des régressions révèle également un effet positif bien que faiblement significatif de l'ouverture commerciale sur la croissance.

¹⁴ Tout au long de ce document seules les équations les plus significatives seront reportées dans les tableaux.

¹⁵ Cette équation n'intègre pas le développement financier.

r et croissance : échantillon total

Variables	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Constante	-0,167 (-6,0)	-0,163 (-5,4)	-0,175 (-5,6)	-0,173 (-5,6)	-0,156 (-4,7)	-0,144 (-4,3)	-0,160 (-4,4)	-0,151 (-4,2)	-0,158 (-5)	-0,139 (-4,7)	-0,155 (-5,4)	-0,154 (-4,9)
PIB0	-0,132 (-5,2)	-0,012 (-5,4)	-0,013 (-6,2)	0,012 (-5,3)	-0,012 (-5,5)	-0,011 (-4,6)	-0,013 (-5,4)	-0,011 (-4,5)	-0,011 (-4,7)	0,013 (-5,2)	-0,012 (-4,7)	-0,010 (-3,5)
FBCF	0,019 (2,9)	0,0194 (3,3)	0,017 (2,8)	0,016 (2,7)	0,014 (2,3)	0,014 (-2,3)	0,013 (2,1)	0,013 (2,1)	0,012 (1,9)	0,013 (2,5)	0,014 (2,5)	0,014 (2,4)
POP	-0,069 (-5,3)	-0,069 (-5,7)	-0,070 (-5,8)	-0,071 (-5,9)	-0,064 (-4,5)	-0,061 (-4,3)	-0,065 (-4,5)	-0,063 (-4,3)	-0,066 (-4,9)	-0,061 (-4,8)	-0,064 (-4,9)	-0,063 (-4,5)
SCHOOL	0,012 (4,4)	0,011 (3,6)	0,011 (3,8)	0,011 (3,5)	0,011 (4,6)	0,010 (4,0)	0,011 (4,6)	0,010 (3,9)	0,010 (4,0)	0,011 (4,2)	0,011 (4,0)	0,009 (3,2)
M2					0,005 (1,9)	0,005 (2,2)	0,004 (1,9)	0,005 (2,2)				
M3									0,004 (2,1)			
CDP										0,004 (2,6)		
CDN											0,003 (2,4)	
IRS												-0,003 (-2,3)
GOV		-0,004 (-1,1)		-0,006 (-1,5)		-0,006 (-1,7)		-0,007 (-1,9)	-0,007 (-1,9)	-0,006 (-1,8)	-0,007 (-1,9)	-0,005 (-1,5)
OPEN			0,002 (1,2)	0,004 (1,5)			0,001 (0,4)	0,002 (0,8)	0,003 (1,3)	0,002 (1,1)	0,003 (1,5)	0,005 (1,8)
R-squard	0,56	0,56	0,56	0,58	0,58	0,60	0,58	0,60	0,60	0,62	0,60	0,62
Nombre d'observations	83	83	83	83	72	72	72	72	78	83	83	80

Variable dépendante : le taux de croissance économique.

Les variables explicatives sont définies précédemment.

Méthode d'estimation : coupe transversale. *t* de Student entre parenthèses.

Période d'estimation : 1976-2005.

Source des données : World Bank (2007).

Les variables approchant le développement financier ont été introduites successivement (colonnes 5 à 12). Le coefficient associé à chacun de ces indicateurs est significatif et est affecté d'un signe conforme aux prédictions théoriques. Ces résultats confirment les études antérieures, en particulier celle de Levine, pour qui le développement financier est un élément moteur de la croissance économique.

positive entre les taux de liquidité (représentés par 5-9) et les taux de croissance économique indique qu'une augmentation de la liquidité dans l'économie est favorable à la croissance.

De même, les résultats concernant le crédit au secteur privé (colonne 10) sont là encore concordants : la corrélation significative et positive entre le crédit au secteur privé au PIB (CDP) et le taux de croissance économique appuie l'idée selon laquelle, les systèmes financiers qui allouent davantage de crédit aux entreprises privées sont sensés être plus impliqués dans le développement économique. Les résultats significatives et positifs de la quatrième variable, à savoir CDN, (colonne 11) suggèrent également que l'expansion du crédit exerce un effet positif sur la croissance.

Enfin, le coefficient du spread de taux d'intérêt (colonne 12) est négatif et significatif et donc exerce une influence négative sur la croissance. Ce résultat est là encore conforme aux prédictions théoriques.

L'ensemble de ces résultats confirme l'hypothèse selon laquelle le développement financier est un facteur clé de croissance. Les PSEM suivent-ils la tendance générale ou s'agit-il d'une propriété spécifique à l'échantillon total ? C'est à cette question que sera consacrée l'analyse de la section qui suit.

3.1.2 Échantillon PSEM

Comme le nombre limité des observations ne nous permet pas d'effectuer une analyse en coupe transversale pour les PSEM, nous introduisons dans le modèle une variable croisée entre chaque indicateur de développement financier et la variable muette PSEM (qui prend la valeur 1 pour les PSEM et 0 autrement). Ce terme interactif permet d'étudier l'impact du développement financier sur la croissance dans les PSEM et de faire des comparaisons avec l'échantillon total sans réduire le nombre d'observations.

et croissance : échantillon PSEM

Variables					5	6	7	8	9	10	11	12
Constante	-0,167 (-6,0)	-0,163 (-5,4)	-0,175 (-5,6)	-0,173 (-5,6)	-0,153 (-4,3)	-0,146 (-4,2)	-0,157 (-4,1)	-0,154 (-4,1)	-0,161 (-4,8)	-0,144 (-4,8)	-0,161 (-5,4)	-0,161 (-5,1)
PIB0	-0,132 (-5,2)	-0,012 (-5,4)	-0,013 (-6,2)	0,012 (-5,3)	-0,013 (-5,5)	-0,011 (-4,5)	-0,013 (-5,4)	-0,011 (-4,4)	-0,011 (-4,4)	-0,012 (-5,1)	-0,012 (-4,6)	-0,009 (-3,4)
FBCF	0,019 (2,9)	0,0194 (3,3)	0,017 (2,8)	0,016 (2,7)	0,014 (2,2)	0,014 (2,3)	0,014 (2,1)	0,013 (2,0)	0,012 (1,8)	0,012 (2,2)	0,013 (2,2)	0,013 (2,2)
POP	-0,069 (-5,3)	-0,069 (-5,7)	-0,070 (-5,8)	-0,071 (-5,9)	-0,062 (-3,9)	-0,062 (-3,9)	-0,063 (-3,8)	-0,065 (-4,0)	-0,068 (-4,5)	-0,065 (-4,8)	-0,068 (-4,8)	-0,077 (-4,8)
SCHOOL	0,012 (4,4)	0,011 (3,6)	0,011 (3,8)	0,011 (3,5)	0,011 (4,5)	0,010 (3,8)	0,011 (4,4)	0,009 (3,6)	0,010 (3,7)	0,010 (3,8)	0,010 (3,7)	0,008 (2,8)
M2					0,005 (2,0)	0,005 (2,2)	0,005 (2,0)	0,005 (2,2)				
M2*PSEM					-3.E-04 (-0,3)	1.E-04 (1,4)	-3.E-04 (-0,3)	3. E-04 (0,3)				
M3									0,004 (2,0)			
M3*PSEM									3. E-04 (0,3)			
CDP										0,004 (2,5)		
CDP*PSEM										0,001 (0,8)		
CDN											0,003 (2,3)	
CDN*PSEM											7. E-04 (0,7)	
IRS												-0,003 (-2,8)
IRS*PSEM												0,003 (1,3)
GOV		-0,004 (-1,1)		-0,006 (-1,5)		-0,006 (-1,8)		-0,007 (-2,0)	-0,007 (-2,0)	-0,008 (-2,2)	-0,008 (-2,2)	-0,008 (-2,4)
OPEN			0,002 (1,2)	0,004 (1,5)			0,001 (0,4)	0,002 (0,8)	0,003 (1,3)	0,003 (1,2)	0,004 (1,6)	0,005 (1,9)
R-squard	0,56	0,56	0,56	0,58	0,58	0,60	0,58	0,60	0,60	0,62	0,61	0,64
Nombre d'observations	83	83	83	83	72	72	72	72	78	83	83	80

Variable dépendante : le taux de croissance économique.

Les variables explicatives sont définies précédemment.

DF*PSEM : une variable croisée entre chaque indicateur de développement financier (DF) et la variable muette PSEM (qui prend la valeur 1 pour les PSEM et 0 autrement)

Méthode d'estimation : coupe transversale. t de Student entre parenthèses.

Période d'estimation : 1976-2005.

Source des données : World Bank (2007).

sont moins précis que dans le cas de l'ensemble de l'échantillon et sont, de ce point de vue, quelque peu décevants. Le terme croisé DF*PSEM (DF : développement financier) n'est pas significatif dans les régressions bien qu'il soit affecté du bon signe hormis pour M2/PIB et le spread des taux d'intérêt. Ce suppose que d'autres variables que celles retenues interfèrent dans le cas des PSEM dans la relation entre le développement financier et la croissance.

3.2 Estimation en données de Panel

3.2.1 Échantillon total

Les résultats en coupe transversale obtenus pour l'échantillon total soutiennent l'idée selon laquelle le développement de la sphère financière stimule la croissance. Est-il possible de retrouver ces résultats dans le cadre d'une analyse économétrique de données de panel ? Nous tenterons d'apporter des éléments de réponse dans cette section.

Le Tableau 19 ci-dessous présente dans la colonne 1 les résultats relatifs à l'estimation de l'équation solowienne de croissance avec capital humain: tous les coefficients estimés ont le signe attendu et sont significatifs. L'examen des régressions en panel révèle également un impact négatif de la variable dépenses publiques en pourcentage du PIB sur le taux de croissance économique. Le degré d'ouverture semble exercer un effet significatif positif sur la croissance. Ces deux derniers résultats sont conformes aux prédictions théoriques.

En revanche, dans le cadre de l'analyse de données de panel, nous ne retrouvons pas tous les résultats en coupe transversale où le développement financier avait pour tous les indicateurs utilisés un effet significatif sur la croissance. L'examen des régressions révèle d'une part que tous les coefficients ont le signe attendu hormis pour les indicateurs financiers faisant intervenir les crédits bancaires (CDP et CDN en colonnes 10 et 11). Pour les autres l'impact est statistiquement significatif et possède le signe attendu : positif pour les indicateurs de développement financier M2/PIB (colonnes 5-8) et négatif pour le spread du taux d'intérêt IRS (colonne 12). Par la même démarche, nous nous intéressons maintenant aux PSEM pour voir si ces résultats sont corroborés lorsque les pays étudiés sont ceux du Sud et de l'Est de la Méditerranée?

r et croissance : échantillon total

Variables					5	6	7	8	9	10	11	12
PIB0	-0,040 (-13,5)	-0,037 (-12,1)	-0,045 (-14,8)	-0,044 (-14,2)	-0,056 (-11,2)	-0,058 (-11,4)	-0,058 (-11,9)	-0,06 (-12,1)	-0,053 (-11,5)	-0,042 (10,7)	-0,043 (-11,4)	-0,045 (-14,9)
FBCF	0,040 (17,4)	0,041 (15,8)	0,031 (12,0)	0,031 (12,0)	0,043 (13,7)	0,045 (15,4)	0,036 (11,9)	0,037 (13,3)	0,037 (14,8)	0,031 (11,6)	0,028 (10,6)	0,030 (10,9)
POP	-0,053 (-5,8)	-0,043 (-4,7)	-0,044 (-5,00)	-0,033 (-3,7)	-0,057 (-5,6)	-0,040 (-4,0)	-0,051 (-5,1)	-0,034 (-3,3)	-0,036 (-3,5)	-0,035 (-3,6)	-0,046 (-5,2)	-0,031 (-3,2)
SCHOOL	0,018 (11,3)	0,020 (10,8)	0,012 (7,0)	0,015 (8,2)	0,016 (8,8)	0,019 (9,5)	0,012 (6,4)	0,016 (7,9)	0,015 (8,2)	0,015 (8,1)	0,013 (7,0)	0,014 (6,9)
M2					0,007 (1,8)	0,011 (2,9)	0,006 (1,6)	0,008 (2,3)				
M3									0,002 (0,6)			
CDP										8. E-04 (-0,5)		
CDN											8. E-04 (-0,4)	
IRS												-0,002 (-5,7)
GOV		-0,026 (-8,8)		-0,029 (-9,5)		-0,028 (-9,7)		-0,030 (-9,9)	-0,030 (-9,8)	-0,029 (-9,3)	-0,027 (-8,5)	-0,034 (-11,3)
OPEN			0,020 (7,4)	0,023 (8,9)			0,017 (5,8)	0,019 (6,0)	-0,019 (6,6)	0,023 (8,6)	0,026 (9,1)	0,030 (12,2)
R-squard	0,72	0,68	0,72	0,70	0,73	0,68	0,74	0,70	0,82	0,70	0,73	
Nombre d'observations	470	470	470	470	399	399	399	399	422	467	464	357

Variable dépendante : le taux de croissance économique.

Les variables explicatives sont définies précédemment.

Méthode d'estimation : panel avec effets fixes. *t* de Student entre parenthèses.

Période d'estimation : 1976-2005.

Source des données : World Bank (2007).

3.2.2 Échantillon PSEM

Hormis pour la croissance démographique, les résultats de l'estimation du modèle de Solow augmenté par le capital humain seulement¹⁶ montrent que la plupart des variables sont significatives et affectées d'un signe conforme aux prédictions du modèle. Notons également que l'hypothèse de convergence conditionnelle est respectée. Comme dans l'échantillon total, les dépenses gouvernementales en pourcentage du PIB sont corrélées négativement et de

¹⁶ L'équation utilisée ici pour tester les propriétés du modèle n'intègre pas le développement financier.

e économique tandis-que l'ouverture commerciale a,

Tableau 20 : Développement financier et croissance : échantillon PSEM

Equations Variables	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
PIB0	-0,062 (-4,2)	-0,054 (-3,1)	-0,081 (-3,8)	-0,073 (-4,1)	-0,111 (-4,6)	-0,102 (-4,0)	-0,090 (-3,8)	-0,093 (-4,0)	-0,061 (-3,7)	-0,079 (-4,6)
FBCF	0,027 (2,1)	0,013 (1,0)	0,057 (2,7)	0,024 (2,0)	0,077 (4,4)	0,060 (2,8)	0,073 (4,3)	0,073 (4,3)	0,041 (2,9)	0,006 (0,3)
POP	0,072 (1,2)	0,100 (1,8)	0,039 (0,6)	0,091 (1,9)	4. E-04 (0,007)	0,044 (0,7)	-0,001 (-0,0)	-0,003 (-0,1)	-0,085 (-2,6)	0,093 (1,0)
SCHOOL	0,054 (3,0)	0,047 (2,5)	0,054 (2,7)	0,058 (3,6)	0,060 (3,2)	0,057 (2,9)	0,058 (2,8)	0,059 (2,9)	0,028 (2,4)	0,052 (2,5)
M2				0,008 (2,1)	0,014 (2,1)	0,013 (2,3)				
M3							0,001 (0,1)			
CDP								0,002 (0,4)		
CDN									-0,016 (-2,7)	
IRS										-0,002 (-1,2)
GOV			-0,059 (-3,1)		-0,064 (-3,5)	-0,063 (-3,4)	-0,063 (-3,0)	-0,062 (-3,1)		
OPEN		0,020 (1,8)	0,025 (1,9)			0,023 (1,8)				
R-squard	0,57	0,58	0,57	0,58	0,56	0,58	0,54	0,55	0,59	0,70
Nombre d'observations	50	50	50	50	50	50	50	50	49	36

Variable dépendante : le taux de croissance économique.

Les variables explicatives sont définies précédemment.

Méthode d'estimation : panel avec effets fixes. *t* de Student entre parenthèses.

Période d'estimation : 1976-2005.

Source des données : World Bank (2007).

Concernant les indicateurs de développement financier, on constate que M3/PIB, CDP et IRS (en colonne 7,8 et 11) ne sont pas significatifs. En revanche la variable M2/PIB est significativement corrélée à la croissance économique. Le signe positif du coefficient associé est ainsi dans ce cas conforme aux prédictions théoriques.

estimation ainsi que dans certaines autres qui ont un coefficient significatif (dans l'équation 9), mais affecté d'un signe négatif. Ceci suppose que le développement du crédit affecte négativement la croissance. Un tel résultat à priori va à l'encontre de ce que précise la théorie à ce sujet ainsi que la plupart des résultats empiriques que nous avons passé en revue dans nos parties précédentes qui prédisent que le développement du crédit approché par cet indicateur exerce un effet positif sur la croissance. Cependant, quelques études empiriques sont arrivées à ce même résultat contre intuitif comme les travaux de Grégorio et Guidotte (1995) et Bernard Eric (2000). Ce paradoxe peut trouver selon nous son explication dans la littérature sur les crises bancaires et financières : un développement excessif du crédit peut accroître le niveau d'instabilité financière en raison des crises bancaires et financières qu'il peut engendrer, ce qui peut nuire par conséquent à la croissance comme en témoigne l'histoire économique mondiale.

Dès lors, et ainsi que le montrent la batterie de tests que nous avons mise en œuvre précédemment, le développement financier ne entraîne pas mécaniquement le développement économique. Ce résultat nous incite alors à aller plus loin dans l'explication de la relation entre le développement financier et la croissance. L'hypothèse que nous nous proposons de tester est la présence d'une « intermédiation » de cette relation par l'intensité de la supervision bancaire : l'effet du développement financier sur la croissance peut avoir des effets plus ou moins positifs sur la croissance si l'activité de crédit est plus ou moins maîtrisée et si les intermédiaires bancaires sont plus ou moins efficacement contrôlés. Les développements récents sur la crise internationale nous invitent à aller dans ce sens.

Dans la partie théorique, nous avons souligné l'importance du cadre légal et de la surveillance bancaire pour que le développement financier puisse contribuer pleinement à la croissance. Dans cette section, nous allons voir si les estimations économétriques soutiennent les prédictions théoriques. Pour cela, nous avons procédé à l'estimation successive de l'équation de croissance précédente à laquelle nous avons ajouté, en plus de la variable du développement financier, une variable de supervision bancaire que nous avons approximée par un indicateur de l'État de droit. En fait, nous n'avons pas trouvé dans la littérature de variable indicatrice de l'intensité de la supervision bancaire disponible pour plusieurs pays. Aussi, en l'absence d'indicateur du degré de surveillance bancaire, nous avons utilisé comme proxy l'indice de liberté civile de *Freedom House (2007)* (INVCL), qui a l'avantage d'être disponible pour un grand nombre de pays sur une longue période. Cet indicateur de l'État de droit prend des valeurs de 1 à 7, la valeur la plus élevée étant équivalente à un degré de liberté civile faible.

Pour faciliter l'interprétation du coefficient de cet indice, nous avons utilisé dans les régressions son inverse de telle sorte qu'une augmentation de l'indice entre 0,14 et 1 correspond à une plus grande liberté civile.

4.1 Estimation en coupe transversale

Nous allons procéder à une validation empirique de l'équation de croissance pour les deux groupes de pays étudiés auparavant en utilisant les deux méthodes économétriques précédentes à savoir l'estimation en coupe transversale et l'estimation en données de panel. Les tableaux suivants reproduits synthétisent les résultats d'estimation pour l'échantillon total ainsi que pour les PSEM pour l'ensemble des variables proxy du développement financier et de la supervision bancaire

, supervision et croissance : échantillon

Equations Variables	1	2	3	4	5
Constante	-0,063 (-1,3)	-0,063 (-1,5)	-0,057 (-1,5)	-0,061 (-1,6)	-0,070 (-1,8)
PIB0	-0,015 (-6,1)	-0,015 (-6,2)	-0,016 (-0,8)	-0,015 (-6,4)	0,014 (-4,8)
FBCF	0,020 (3,4)	0,019 (3,4)	0,019 (4,0)	0,020 (4,1)	0,020 (4,0)
POP	-0,040 (-2,6)	-0,041 (-2,9)	-0,040 (-3,2)	-0,040 (-3,2)	-0,043 (-3,4)
SCHOOL	0,010 (4,3)	0,011 (4,4)	0,011 (4,7)	0,011 (4,5)	0,010 (3,8)
M2	0,004 (1,9)				
M3		0,004 (1,9)			
CDP			0,004 (2,3)		
CDN				0,003 (2,4)	
IRS					-0,002 (-2,2)
INVCL	0,010 (3,2)	0,011 (3,5)	0,010 (3,3)	0,011 (3,7)	0,009 (3,2)
GOV	-0,005 (-1,2)	-0,004 (1,2)	-0,004 (-1,1)	-0,004 (-1,2)	-0,002 (-0,7)
OPEN	-0,001 (0,7)	2.E-06 (0,001)	-5. E-04 (-0,2)	0,002 (0,1)	0,001 (0,3)
R-squard	0,63	0,64	0,65	0,64	0,66
Nombre d'observations	71	77	82	82	79

Variable dépendante : le taux de croissance économique.

Les variables explicatives sont définies précédemment.

INVCL est une variable proxy du niveau de supervision bancaire.

Méthode d'estimation : coupe transversale. *t* de Student entre parenthèses.

Période d'estimation : 1976-2005.

Source des données: World Bank (2007), Freedom House (2007).

Pour l'échantillon total, les résultats de l'estimation en coupe de l'équation de croissance augmentée avec le développement financier ainsi que la supervision bancaire montrent que la variable INVCL est significativement et positivement liée à la croissance, comme nous l'anticipons et, ce, quelque soit l'indicateur de développement financier utilisé

nos hypothèses théoriques de sorte qu'une meilleure
développement financier à la croissance.

Tableau 22 : Développement financier, supervision et croissance : échantillon PSEM

Equations Variables	1	2	3	4	5
Constante	-0,053 (-1,1)	-0,056 (-1,2)	-0,044 (-1,1)	-0,055 (-1,4)	-0,059 (-1,4)
PIB0	-0,015 (-6,4)	-0,015 (-6,5)	-0,016 (-7,3)	-0,015 (-6,9)	-0,014 (-5,2)
FBCF	0,021 (3,6)	0,02 (3,5)	0,019 (3,9)	0,020 (4,0)	0,020 (4,0)
POP	-0,044 (-2,7)	-0,045 (-3,1)	-0,043 (-3,4)	-0,046 (-3,6)	-0,064 (-3,7)
SCHOOL	0,009 (3,3)	0,009 (3,4)	0,009 (3,7)	0,009 (3,5)	0,009 (3,7)
M2	0,002 (1,1)				
M2*PSEM	0,003 (0,8)				
M3		0,002 (1,1)			
M3*PSEM		0,003 (0,8)			
CDP			0,003 (2,0)		
CDP*PSEM			0,002 (0,8)		
CDN				0,002 (1,95)	
CDN*PSEM				0,005 (2,6)	
IRS					-0,003 (-3,1)
IRS*PSEM					0,007 (3,609)
INVCL	0,013 (3,5)	0,014 (3,6)	0,013 (3,7)	0,014 (3,8)	0,012 (3,3)
INVCL*PSEM	0,005 (0,4)	0,005 (0,5)	0 (0,0)	0,010 (1,9)	0,003 (1,2)
GOV	-0,008 (-2,0)	-0,007 (-2,0)	-0,007 (-2,0)	-0,008 (-2,2)	-0,007 (-1,8)
OPEN	-6. E-04 (-0,2)	2. E-04 (0,1)	-2. E-04 (-0,1)	3. E-04 (0,1)	0,001 (0,3)
R-squard	0,65	0,65	0,67	0,67	0,69
Nombre d'observations	71	77	82	82	79

*INVCL*PSEM : une variable croisée entre l'indicateur de l'Etat de droit INVCL et la variable muette PSEM (qui prend la valeur 1 pour les PSEM et 0 autrement)*

Méthode d'estimation : coupe transversale. t de Student entre parenthèses.

Période d'estimation : 1976-2005.

Source des données: World Bank (2007), Freedom House (2007).

Concernant les PSEM (colonnes 1-5), comme nous l'avons souligné auparavant, le nombre limité d'observations ne nous permet pas d'effectuer une analyse en coupe transversale. Pour cette raison, nous avons introduit dans les régressions, en plus du terme interactif $DF*PSEM$, une variable croisée entre l'indicateur de l'Etat de droit et la variable muette PSEM ($INVCL*PSEM$).

La supervision bancaire joue en général un rôle faiblement significatif dans le développement économique des pays de la région révélant ainsi une certaine fragilité de la relation unissant le développement financier, la supervision bancaire et la croissance économique dans le cas des PSEM.

On constate par ailleurs que les variables croisées $CDN*PSEM$ et $IRS*PSEM$ deviennent significatives quand le modèle est augmenté par la variable Etat de droit (colonnes 4 et 5) de sorte que l'approximation du développement financier par l'importance des crédits alloués ainsi que les spread de taux d'intérêt semble être plus à même de conduire à des résultats statistiquement significatifs dans le cas des PSEM.

4.2 Estimation en données de panel

Conformément à notre stratégie d'investigation empirique, nous analysons dans cette section la relation développement financier-croissance et ses possibles intermédiations à l'aide de données pour l'ensemble de l'échantillon puis pour le cas particulier des PSEM. Le Tableau ci-dessous présente les résultats d'estimation à l'aide de ces échantillons.

r, supervision et croissance : échantillon total

Equations Variables	tillon					PSEM				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
PIB0	-0,057 (-10,7)	-0,050 (-10,6)	-0,037 (-9, 3)	-0,037 (-9,9)	-0,039 (-13,5)	-0,123 (-4,4)	-0,100 (-4,1)	-0,105 (-4, 1)	-0,083 (-3, 1)	-0,100 (-3,5)
FBCF	0,045 (15,5)	0,048 (21,8)	0,041 (14,2)	0,040 (16,1)	0,044 (14,9)	0,076 (4,4)	0,072 (4,3)	0,072 (4,4)	0,046 (2,3)	0,071 (3,7)
POP	-0,040 (-3,9)	-0,038 (-5,4)	-0,045 (-4,7)	-0,056 (-6,25)	-0,040 (-4,1)	-0,012 (-0,2)	-0,012 (0,2)	-0,016 (-0,2)	-0,054 (-1,4)	-0,003 (-0,0)
SCHOOL	0,019 (9,2)	0,018 (9,6)	0,020 (10,2)	0,019 (9,5)	0,021 (10,5)	0,061 (3,1)	0,058 (2,8)	0,06 (2,9)	0,033 (2,3)	0,053 (2,9)
M2	0,01 (2,7)					0,014 (2,15)				
M3		0,002 (0,8)					0,001 (0,016)			
CDP				2. E-04 (0,9)				0,002 (0,5)		
CDN			0,001 (0,1)						-0,003 (-0,5)	
IRS					-0,002 (-4,9)					-0,001 (-0,4)
INVCL	0,003 (2,0)	0,006 (3,4)	0,004 (2,5)	0,004 (2,7)	0,005 (3,1)	0,024 (-0,7)	-0,023 (-0,7)	-0,024 (-0,7)	-0,022 (-0,8)	0,019 (-0,5)
GOV	-0,028 (-9,6)	-0,028 (-9,9)	-0,026 (-8,8)	-0,024 (-7,7)	-0,029 (-8,8)	-0,060 (-2,8)	-0,059 (-2,5)	-0,058 (-2,5)	-0,03 (-1,3)	-0,078 (-2,8)
OPEN									0,027 (1,9)	
R-squard	0,68	0,97	0,68	0,69		0,57	0,56	0,56	0,60	0,63
Nombre d'observations	396	419	463	460	353	50	50	50	49	36

Variable dépendante : le taux de croissance économique.

Les variables explicatives sont définies précédemment.

Méthode d'estimation : panel avec effets fixes. *t* de Student entre parenthèses.

Période d'estimation : 1976-2005.

Source des données : World Bank (2007), Freedom House (2007).

Les résultats de l'estimation en panel du modèle de croissance révèlent que la variable INVCL agit significativement et positivement sur la croissance. Cependant, si la supervision bancaire apparaît significative, par contre, le développement financier devient faiblement explicatif de la croissance lorsqu'il est introduit simultanément avec la supervision bancaire. Ce résultat selon nous serait probablement à interpréter comme une possible multicollinéarité qui affecte ces deux variables et qui ne permettrait pas d'identifier leurs effets respectifs sur la croissance.

l'échantillon aux seuls pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée, les estimations se dégradent parce que les PSEM présentent des caractéristiques spécifiques qui ne sont probablement pas encore pris en compte dans le modèle mais aussi du fait du nombre restreint de pays qui ne permet pas une variabilité suffisante pour aboutir à des estimations précises. Notons que le passage de l'ensemble de l'échantillon aux PSEM réduit le nombre d'observations d'un maximum de 463 à 50 observations. Ainsi, la variable INVCL est affectée du mauvais signe mais est non statiquement différente de zéro tandis que les indicateurs du développement financier bien qu'ils aient un signe conforme aux prédictions théoriques (hormis pour CDN) restent faiblement significatives (à l'exception de M2/PIB).

En guise de synthèse, on peut dire que les résultats de l'analyse en coupe obtenus pour l'échantillon total sont concordants : toutes les variables financières apparaissent significatives. Ces résultats corroborent nos hypothèses théoriques : le développement financier est un élément moteur de la croissance économique. Concernant la supervision bancaire, les résultats sont là encore concluants : celle-ci améliore la contribution du développement financier à la croissance. En revanche, les résultats de l'analyse en panel obtenus pour les deux groupes de pays étudiés n'apparaissent pas très concluants : peu de variables proxy financières apparaissent significativement explicatives dans la recherche des facteurs de croissance, ce qui suggère que le développement financier n'entraîne pas automatiquement le développement économique mais également jette un doute sur la validité de nos variables proxy du développement financier. Concernant la variable supervision bancaire, même si les résultats de l'échantillon total apparaissent considérablement meilleurs que ceux obtenus dans les 9 pays du bassin méditerranéen, l'interprétation de ces résultats reste délicate car cette variable ne paraît pas très robuste même si elle est significative dans la plupart des régressions.

En définitive, on constate que le lien unissant le développement du secteur financier, la supervision bancaire et la croissance économique est sensible au changement de groupes de pays ainsi qu'aux méthodes économétriques utilisées comme le montrent les tests mis en œuvre précédemment. Cela suggère d'approfondir la spécification du modèle (rappelons que le modèle estimé est le modèle de Solow augmenté par les variables de développement financier et de supervision bancaire. Étant donné que l'économétrie repose sur des moyennes, en effectuant le lissage on perd les points de rupture ce qui peut affecter la précision des



PDF
Complete

*Your complimentary
use period has ended.
Thank you for using
PDF Complete.*

[Click Here to upgrade to
Unlimited Pages and Expanded Features](#)

appellent des méthodes complexes d'identification et
contributions non standards sort du cadre de ce travail.

Nous avons tenté dans le cadre de ce travail d'approfondir la relation entre le développement du secteur financier, la supervision bancaire et la croissance économique en estimant un modèle théorique, basé sur les nouvelles théories de la croissance dans un groupe composé de 83 pays avec une attention particulière accordée aux PSEM.

Le modèle théorique que nous avons utilisé place le développement financier au cœur du processus de développement économique. Les interactions entre le développement financier et la croissance ont été testées sur des données construites autour de deux approches différentes : une approche en coupe transversale et une approche en données de panel.

Notre étude empirique de la relation finance-croissance nous a permis de mettre en évidence dans le cadre de l'analyse en coupe transversale une contribution positive du développement financier aux performances économiques des PSEM mais plus faiblement significative comparativement à l'échantillon total pour lequel le développement financier est un facteur clé de développement économique.

Les résultats obtenus dans l'analyse en panel révèlent que le développement des intermédiaires financiers ne se traduit pas mécaniquement par une augmentation du taux de croissance. Dans les 9 pays du bassin méditerranéen, le développement financier est corrélé significativement avec la croissance économique seulement quand il est mesuré par M2/PIB. Les résultats obtenus pour l'échantillon total ne sont pas tous remarquables : seulement deux variables financières, à savoir M2/PIB et le spread du taux d'intérêt, sont apparues clairement pertinentes dans l'explication de la croissance économique.

Aussi, dans un deuxième temps, le modèle précédent a été augmenté par la supervision bancaire afin de mettre en évidence les interactions entre le développement financier, la supervision bancaire et la croissance économique. Ces relations ont été testées à l'aide des mêmes techniques de validation précédentes.

Notre tentative d'intégrer la supervision bancaire dans le modèle de croissance ne s'est pas totalement avérée fructueuse pour les PSEM: la supervision bancaire joue en général un rôle faiblement significatif dans le développement économique des pays de la région et son

ment financier à la croissance reste fragile à cet égard. Les résultats de l'estimation montrent que la supervision bancaire améliore la contribution du développement financier à la croissance dans l'analyse en coupe alors que les tests effectués sur les données de panel n'ont pas permis de mettre en évidence de façon claire l'existence de relation entre le développement financier, la supervision bancaire et le développement économique.

Par ailleurs, nos résultats d'estimation du modèle de croissance ont montré que le lien unissant le développement financier, la supervision bancaire et la croissance économique même s'il est affirmé pour certaines spécifications reste toutefois peu robuste. En effet, les liens empiriques mis en évidence varient selon les groupes de pays ainsi que les différentes techniques de validation employées. Les interactions entre les variables précédentes apparaissent alors sensiblement plus complexes que nous l'avons supposé dans nos différentes spécifications.

Même si nos résultats n'ont permis d'éclaircir que partiellement le débat quant aux interactions entre le développement financier, la supervision bancaire et la croissance économique, la crise financière qui a secoué dernièrement les places financières internationales entraînant des effets pervers sur la croissance économique a confirmé encore une fois que ces variables sont intimement liées.

Une chose est sûre, les PSEM doivent développer leurs systèmes financiers. Mais, pour que les pays de la région puissent profiter pleinement des bénéfices de l'expansion de ces derniers (systèmes financiers), il est nécessaire de mettre en place une structure institutionnelle et réglementaire adéquates ainsi qu'un renforcement des autorités de supervision bancaire. Les PSEM doivent libéraliser leurs sphères financières seulement si ces dernières conditions sont réunies car une libéralisation financière entamée dans un cadre inapproprié ne peut qu'accentuer l'instabilité financière, handicapant ainsi la croissance économique.

Pour poursuivre ce travail de recherche, trois prolongements au moins sont possibles. En premier lieu, il serait intéressant d'intégrer *l'instabilité financière* dans notre modèle de croissance pour mieux apprécier le lien unissant le développement financier, la supervision

ar si le développement financier stimule la croissance, t inverse.

En second lieu, comme il existe des effets de seuil dans le processus de croissance économique en liaison avec le niveau initial de développement du secteur financier pouvant donner naissance à «des clubs de convergence», omettre ces effets peut induire des erreurs de estimation dans les travaux empiriques du lien entre le développement financier et la croissance. C'est pour cela que nous nous proposons dans un travail ultérieur d'intégrer ces effets dans l'analyse du lien unissant les variables précédentes pour gagner en robustesse.

Enfin, il conviendrait de chercher une décomposition des pays selon le niveau de supervision bancaire, où l'on devrait retrouver les pays à niveau élevé, moyen et faible de supervision bancaire. Ainsi, cette décomposition permettrait de mieux appréhender le lien entre le développement des intermédiaires financiers, la supervision bancaire et la croissance économique. Alors quelle variable approxime le mieux le niveau de contrôle bancaire ? L'Etat de droit que nous avons utilisé faute de mieux n'est qu'une proxy et donc ne peut pas mesurer avec précision cette variable. La solution à ce problème pourrait venir d'un programme de recherche de la banque mondiale ou du FMI qui permettrait de construire des indicateurs qui captent le mieux les aspects liés au contrôle bancaire.

BIBLIOGRAPHIE

1. Ait Habouche .A (2006), « Institutions financières et croissance : Une observation du processus des réformes entreprises dans un panel de pays émergents », colloque International Institution et croissance, Oran, 11 - 12 mars.
2. Amable.B (1996), « La concurrence imparfaite entre les intermédiaires financiers est-elle toujours néfaste à la croissance économique ? », Revue Economique, n°3.
3. Amable.B(1995), « Systèmes financiers et croissance : les effets du "court-termisme" », Revue Economique, n° 3.
4. Amable.B, Chatelain.JB et De Bandt.O (1997), « Confiance dans le système bancaire et croissance économique », Revue Economique, n° 3.
5. Amaira.B (2003), « libéralisation financière et croissance économique : Approche en données de panel », 20 ièmes Journées Internationales d'Economie Monétaire et Financière Birmingham, 5 - 6 juin 2003.
6. Amaira.B (2006), « Les conditions préalables à la réussite des réformes financières au sein des pays émergents », 23èmes Journées d'Economie Monétaire et Bancaire, Lille, 22-23 juin.
7. Amaira.B (2007), « La théorie originelle de McKinnon - Shaw : Vérification empirique des hypothèses néo-libérales pour les pays du Maghreb arabe », 24èmes Journées d'Economie Monétaire et Bancaire, Rennes, 14 - 15 juin.
8. Ammour.B (2001), « Le système bancaire algérien: textes et réalité », Editions Dahlab, Alger.
9. Anonyme (1990), « Les années 90 de l'économie algérienne: les limites des politiques conjoncturelles », ENAG, Alger.
10. Anonyme (1991), « Les structures du système financier algérienne », Problèmes Economiques, n°2 233, Juillet, pp .21-24.
11. Anonyme (1997), « La restructuration du système bancaire », Revue banque, n°582, Juin, pp.14-37
12. Anonyme (1998), « Le système financier algérien: 1997 l'année de l'ouverture », Conjoncture, n°40, Janvier, pp.11
13. Anonyme (2004), « Système bancaire algérien: évolution et renforcement de la supervision », Media Bank, Alger, n°75, Décembre, pp. 4-10

et réformes dans les pays arabes méditerranéens»,
économiques, n° 94, Décembre.

15. Artus.p, Betbèze .JP, De Boissieu.C et Capelle-Blancard.G (2008) « La crise des subprimes », La Documentation française , Paris .
16. Ayoub .H (2003), « Les réformes du système financier libanais contribuent-elles à améliorer son efficacité ? », Communication présentée au 20^{èmes} journées internationales d'économie monétaire et bancaire », Birmingham, 5-6 Juin 2003.
17. Banque d'Algérie (2004), Rapport sur l'évolution économique et monétaire en Algérie .
18. Banque de France (2009), « La crise financière », Documents et débats, n° 2.
19. Barth. J, Caprio. G and Levine. R (2001), «The Regulation and Supervision of Banks around the World: A New Database», The World Bank.
20. Barth.J ,Caprio.G and Levine.R (2006) «The Design and Governance of Bank Supervision» , Paper prepared for the Riksbank conference on The Governance of Central Banks, July .
21. Beck.T, Demirgüç-Kunt. A and Levine. R (1999), «A New Database on Financial Development and Structure», The World Bank.
22. Beck.T, Levine.R and Norman. L (2000), «Finance and the Sources of Growth», Journal of Financial Economics ,n°58, pp. 261-300.
23. Berthélemy.J.K et Varoudakis.A(1998) , « Développement financier, réformes financières et croissance .Une approche en données de panel » , Revue économique, vol 49, n° 1, pp. 195-206.
24. Berthélemy.J.K et Varoudakis.A (1994), « Intermédiation financière et croissance endogène » , Revue économique, vol 46, n° 3 , pp. 737-750.
25. Berthélemy.J.K et Varoudakis.A (1995), « Clubs de convergence et croissance . Le rôle du développement financier et du capital humain », Revue économique, vol 46, n°2, pp. 217-235.
26. Berthélemy.J.K et Bentahar.N (2004), « Financial reforms and financial development in Arab countries », Paper presented at the International Conference on Institutions and Development Performance organised by the Arab Planning Institute, June 8-9.
27. Ben Gamra.S et Clévenot.K (2006), « Libéralisation financière et crises bancaires dans les pays émergents :la prégnance du rôle des institutions », CEPN CNRS 71-15 .
28. Ben Kahla.K, Salah .H et Gassab.M (2007), « Réformes financières, gouvernance bancaire et facilitation du commerce en Afrique du Nord »,Forum pour le développement en Afrique du Nord.

31. Boukha-Hassane.R et Zatlou .N (1998), «Investissements directs étrangers, croissance et convergence : Une approche empirique », Les cahiers du CREAD, n° 10.
31. Boudersa .M (1994), « Le système bancaire : la nouvelle peau de la banque d'Algérie », Révolution africaine, n°1579, Juin, pp.19-21.
32. Bouyacoub .A (1996), « Epargne et efficacité du système bancaire », Les cahiers du Cread, n°06, Avril, pp.37-60.
33. Caprio.G and Demirgüç-Kunt.A(1997), «The Role of Long Term Finance: Theory and Evidence? » ,World Bank Policy Research Working Paper 1746, February .
34. Chebbi.M.J(2006), «Les effets de la supervision et de la réglementation sur les crises bancaires», Cahiers de recherche EURISCO.
35. Chouchane- Verdier.A(2001), « Libéralisation financière et croissance économique : le cas de l'Afrique Subsaharienne », L'Harmattan, Paris.
36. Creane.S,Goyal.R, Mushfiq Mobarak.A et Randa Sab.R (2003),« Banco sur le développement,La poursuite des réformes financières est riche de promesses pour les pays du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord », Finances & Développement , Mars .
37. Creane.S,Goyal.R, Mushfiq Mobarak.A et Randa Sab.R (2004), « Financial Sector Development in the Middle East and North Africa », IMF working paper.
38. Dib. S (2001), « La situation du système bancaire algérien », Media Bank, n°55, Août, pp.23-25.
39. Durand.B, Andersen.A et Oussedik.S (2000) , « Le système bancaire algérien accule à se réformer », Banque magazine, , n°617, Septembre , pp.48-50
40. El Hachemi. Z (2001), « Algérie : éléments pour une reconfiguration optimale du système bancaire et financier », Le phare, n°31, Novembre, pp.42-10
41. El Hachemi.Z (2001), « Redynamisation du secteur bancaire nécessité d'une nouvelle stratégie », Le Phare, n°31, Novembre, pp.44
42. FMI (2003), Rapport d'évaluation de la stabilité du système financier, Préparé par le Département de la monnaie et des changes et le Département Moyen-Orient, Avril.
43. Ghaicha .D (2001), « Evolution des taux d'intérêt et des produits du système bancaire algérien », Les cahiers du Cread,, n° 57, Septembre, pp.43-56
44. Guillaumont Jeanneney .S (1998), « Monnaie et finances », Presse universitaire de France, Paris.

- dar.K (2004), « Développement financier, instabilité Document de travail de la série Etudes et Documents, Avril.
46. Gurley J.G., Shaw. E (1973), « La Monnaie dans une Théorie des Actifs Financiers », Cujas, Paris.
47. Hay.M (2000), « Banque et croissance : examen critique et analyse en données de panel », Papier présenté au 17 èmes journées internationales d'économie monétaire et bancaire, Lisbonne, Juin .
48. Horiuchi .A (2000) ,« Crise bancaire, gouvernance privée et supervision », Économie internationale, la revue du CEPIL, n° 84 .
49. Hortense Rabemananjara .J (1998), « Etudes sur la relation entre la finance et la croissance économique », Thèse de doctorat d'Etat en Sciences Economiques, Université de Montréal.
50. Jimborean.R (2004), « Développement financier et croissance économique dans les pays en transition », Novembre 2004, www.ifgtunisia.org/files/.../Ben%20Salha%20Oussama.pdf
51. Joseph.A, Raffinoto.M et Venet.B (1998), « Approfondissement financier et croissance : analyses empiriques en Afrique subsaharienne », Techniques Financières & Développement, vol 52, pp. 17-25.
52. Kamar .B et Bakardzhieva.D (2005), « L'impact potentiel du partenariat Euro-Méditerranéen sur les réformes bancaires en Egypte : leçons des PECO », Présentation à la Conférence Internationale : Le partenariat Euro-Méditerranéen, dix ans après Barcelone, Le Caire.
53. Kefif.M.B (2007), « Effets de la dévaluation et de la libéralisation financière sur la croissance économique », Thèse de doctorat d'Etat en Sciences Economiques, Université d'Oran .
54. Khalfaoui.H (?), « La causalité entre le développement réel et développement financier : Une notion encore embarrassée pour les PED », www.fsegn.rnu.tu/Actualites/í /Hamdi%20Khalfaoui.pdf
55. King.G and Levine.R (1993), « Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right? », World Bank Policy Research Working Paper 1083.
56. Kpodar .K (2003), « Le développement financier et la croissance en Afrique Subsaharienne est-elle marginalisée ? », Septembre 2003, www.univ-orleans.fr/deg/GDRecomofi/.../kpodar nice.pdf

- ment financier, instabilité financière et croissance
uction de la pauvreté », Thèse de doctorat d'État en
Sciences Economiques , Université d'Auvergne - Clermont-Ferrand I ;
58. Laksaci .M (1986), « Mécanismes de création monétaire en algérie », La revue du Ceneap, n° 09, Décembre, pp.97-132
59. Lee.J.K (2002), « Financial Liberalization and Foreign Bank Entry in MENA », Financial Sector Strategy and Policy, World Bank, May .
60. Levine .R (1996), « Les marchés boursiers stimulent la croissance », Finance et Développement, Mars.
61. Levine.R, Loayza. N and Beck. T (1999), « Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes », World Bank Policy Research Working Paper 2059.
62. Mankiw.G , D.Romer et N.Weil (1992) , « A contribution to the empirics of economic growth », The Quarterly Journal of economics, vol 107, n° 2, pp.407-437
63. McKinnon.R.I (1973), « Money and Capital in Economic Development », The Brookings Institution, Washington DC.
64. Meghaoui.E (2001), « L'évolution du secteur bancaire », Sénat, colloque intitulé : L'Algérie sur le chemin des réformes, 18 Octobre .
65. Mekidech.M (2000), « L'Algérie entre économie de rente et économie émergente : essai sur la conduite des réformes économiques (1986-1999) et perspectives », Dahlab, Alger.
66. Mission conjointe du CGAP et de l'AFD sous le haut patronage du ministère des finances : ministre délégué chargé de la réforme financière, « Bancarisation de masse en Algérie : opportunités et défis ».
67. Naas . A (2003), « Le système bancaire algérien : de la décolonisation à l'économie de marché », Maisonneuve et Larose, Paris.
68. Ould Aoudia.J (2006), « Croissance et réformes dans les pays arabes méditerranéens », Agence Française de Développement.
69. Plihon.D et Miotti.L (2001), « Libéralisation financière, spéculation et crises Bancaires », Economie Internationale, n°85.
70. Solhi.S(2006), « Libéralisation financière et croissance économique au Maroc : essai de modélisation », Economic reserach forum (ERF) 13th annual conference, December .
71. Stiglitz.E.S et Weiss.A (1981), « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », American Economic Review, Vol 71, n 3, Juin, pp. 393-410.
72. Talbi (1992), « Système bancaire et économie de marché en Algérie : un système figé », Révolution Africaine, n° 1470, Avril , pp. 32

74. Venet.B (1994) , «Libéralisation financière et développement économique : une revue critique de la littérature», Revue d'Economie Financière, vol 29, pp. 87-111 .
75. Venet.B (1996), « Théories de la Libéralisation Financière et Dualisme Financier », Thèse de doctorat, Université Paris IX Dauphine ,1996.
76. Zatla.N (2005), « L'investissement direct étranger dans la rive Sud Méditerranéenne : ses déterminants et ses effets sur la croissance », Thèse de doctorat d'Etat en Sciences Economiques, Université d'Oran.
77. Zamiti.M (1998), « Les réformes du secteur financier au Maroc : description et évaluation », Cahier du CETAI, Avril.
78. Zhu. Q (2002), «Using panel data to evaluate finance channels to economic growth: a neoclassical approach», Master in Economics and Finance, Southern Illinois University Edwardsville.

Tableau 1 : Évolution du ratio M2/PIB	62
Tableau 2: Évolution du ratio crédit domestique au secteur privé en pourcentage du PIB	64
Tableau 3: Évolution des spread de taux d'intérêt.....	66
Tableau 4: Évolution des capitalisations des marchés boursiers relativement au PIB	68
Tableau 5 : Tableau récapitulatif de l'ensemble des quatre indicateurs (moyenne sur la période 1995-2005)	69
Tableau 6 : Tableau explicatif des dimensions financières qui composent l'indice synthétique	70
Tableau 7 : Évolution de l'indice de développement financier 2000-2001 et 2002-2003	71
Tableau 8 : Composantes de l'indice de développement financier dans les pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée (2002/2003).....	73
Tableau 9 : Évolution de l'indice alternatif de développement financier, échelle moyenne 0-10.....	74
Tableau 10: Les banques dans les pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée	76
Tableau 11 : Indicateurs de concurrence dans le secteur bancaire	78
Tableau 12: Restrictions réglementaires dans le secteur bancaire et financier	80
Tableau 13: Évolution des crédits accrochés dans les pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée	82
Tableau 14: Ratio de solvabilité dans les pays du Sud et de l'Est de la Méditerranée	82
Tableau 15: Crises bancaires dans les pays émergents (1970-janvier 2003)	83
Tableau 16 : Libéralisation financière et caractéristiques de l'environnement institutionnel des banques	84
Tableau 17 : Développement financier et croissance : échantillon total.....	94
Tableau 18 : Développement financier et croissance : échantillon PSEM.....	96
Tableau 19 : Développement financier et croissance : échantillon total	98
Tableau 20 : Développement financier et croissance : échantillon PSEM.....	99
Tableau 21: Développement financier, supervision et croissance : échantillon total	102
Tableau 22 : Développement financier, supervision et croissance : échantillon PSEM.....	103
Tableau 23 : Développement financier, supervision et croissance : échantillon total	105

Graphique 1 : Évolution du ratio M2/PIB	63
Graphique 2 : Évolution des <i>spread</i> de taux d'intérêt dans les PSEM et autres régions du monde	65
Graphique 3 : Évolution des <i>spread</i> de taux d'intérêt dans les PSEM.....	65
Graphique 4 : Évolution des capitalisations des marchés boursiers relativement au PIB	67
Graphique 5 : Évolution de l'indice alternatif de développement financier dans les PSEM et autres régions du monde, échelle moyenne 0 - 10	75
Graphique 6 : Évolution de l'indice alternatif de développement financier dans les PSEM, échelle moyenne 0-10.....	75

LISTE DES FIGURES

Figure 1 : Effet du rendement réel de la monnaie sur l'investissement autofinancé	18
Figure 2 : Les effets d'un accroissement du taux d'intérêt réel sur l'épargne, l'investissement et la croissance	22
Figure 3 : Les effets sur LM du changement de composition des actifs	28
Figure 4 : Asymétrie d'information et rendement espéré de la banque	31
Figure 5 : Hypothèse du lien entre libéralisation financière et comportements spéculatifs et crise bancaire	53
Figure 6 : Évolution des capitalisations des marchés boursiers relativement au PIB 1995 ; 2005	67
Figure 7 : Évolution de l'indice de développement financier 2000-2001 et 2002-2003	72
Figure 8 : Composantes de l'indice de développement financier dans les PSEM, classement selon le niveau de développement financier 2002/2003 (échelle 0-10).....	73
Figure 9 : Niveau de développement du secteur bancaire 2002/2003.....	77
Figure 10 : Développement de l'environnement institutionnel 2002/2003	79
Figure 11 : Qualité de la réglementation et de la supervision 2002/2003	81

ANNEXE 1 : ANNEXE MATHÉMATIQUE

Partie A : Une présentation du modèle de croissance de Mankiw, Romer et Weil

Mankiw, Romer et Weil (1992) ont estimé une version modifiée du modèle de Solow qui intègre l'accumulation du capital physique et humain. Ils supposent que la production à l'instant t est donnée par :

$$Y_t = K_t^\alpha H_t^\beta (A_t L_t)^{1-\alpha-\beta} \quad (A1)$$

Le travail est supposé augmenter à un taux exogène n :

$$L_t = L_0 e^{nt} \quad (A2)$$

Le progrès technique est supposé augmenter au taux exogène g :

$$A_t = A_0 e^{gt} \quad (A3)$$

Le modèle suppose qu'une fraction S_k et S_h de la production est investit dans l'accumulation du capital physique et humain respectivement. Il est supposé également que ces deux types de capital se déprécient au même taux δ . Les équations d'accumulation du capital physique et humain ont donc pour expression :

$$\dot{K} = \frac{dK}{dt} = s_k Y_t - \delta K_t \quad \text{et} \quad \dot{H} = \frac{dH}{dt} = s_h Y_t - \delta H_t \quad (A4)$$

En exprimant les variables par unités de travail efficace :

$$y = \frac{Y}{AL}, \quad k = \frac{K}{AL}, \quad h = \frac{H}{AL}$$

La fonction de production s'écrit, en unités de travail efficace :

(A5)

Et les équations d'évolution du capital physique et du capital humain en unités de travail efficace se réécrivent donc respectivement :

$$\dot{k} = \frac{dk_t}{dt} = s_k y_t - (n+g+\delta) k_t \quad \text{et} \quad \dot{h} = \frac{dh_t}{dt} = s_h y_t - (n+g+\delta) h_t \quad (\text{A6})$$

L'état stationnaire (k^* , h^*) de cette économie est solution du système d'équation précédent dans lequel $\dot{k}_t = \dot{h}_t = 0$

$$0 = s_k k^\alpha h^\beta - (n+g+\delta) k$$

$$0 = s_h k^\alpha h^{\beta-1} - (n+g+\delta) h$$

C'est-à-dire :

$$s_k k^{\alpha-1} h^\beta = n+g+\delta$$

$$s_h k^\alpha h^{\beta-1} = n+g+\delta$$

Le rapport de ces deux équations permet d'écrire :

$$\frac{k}{h} = \frac{s_k}{s_h}$$

En remplaçant par exemple h par son expression en fonction de k dans la première équation :

$$s_k k^{\alpha-1} \left(\frac{s_h}{s_k} k \right)^\beta = n+g+\delta \Leftrightarrow s_k^{1-\beta} s_h^\beta k^{\alpha+\beta-1} = n+g+\delta \Leftrightarrow k^* = \left(\frac{s_k^{1-\beta} s_h^\beta}{n+g+\delta} \right)^{1/(1-\alpha-\beta)}$$

et:

$$h^* = \frac{s_h}{s_k} k^* = \frac{s_h}{s_k} \left(\frac{s_k^{1-\beta} s_h^\beta}{n+g+\delta} \right)^{1/(1-\alpha-\beta)} = \left(\frac{s_k^\alpha s_h^{1-\alpha}}{n+g+\delta} \right)^{1/(1-\alpha-\beta)}$$

L'état stationnaire de l'économie est ainsi défini par :

$$k^* = \left(\frac{s_k^{1-\beta} s_h^\beta}{n+g+\delta} \right)^{1/(1-\alpha-\beta)} \quad \text{et} \quad h^* = \left(\frac{s_k^\alpha s_h^{1-\alpha}}{n+g+\delta} \right)^{1/(1-\alpha-\beta)} \quad (\text{A7})$$

En substituant ces deux équations dans (A5), on obtient alors la production en unités de travail efficace stationnaire :

$$y^* = (k^*)^\alpha (h^*)^\beta = \left(\frac{s_k^{1-\beta} s_h^\beta}{n+g+\delta} \right)^{1/(1-\alpha-\beta)} \left(\frac{s_k^\alpha s_h^{1-\alpha}}{n+g+\delta} \right)^{1/(1-\alpha-\beta)} = \left(\frac{s_k^\alpha s_h^\beta}{(n+g+\delta)^{\alpha+\beta}} \right)^{1/(1-\alpha-\beta)}$$

En passant aux logarithmes, il vient :

$$\ln y^* = - \left(\frac{\alpha + \beta}{1 - \alpha - \beta} \right) \ln(n+g+\delta) + \left(\frac{\alpha}{1 - \alpha - \beta} \right) \ln s_k + \left(\frac{\beta}{1 - \alpha - \beta} \right) \ln s_h \quad (\text{A8})$$

Le produit par unités de travail efficace peut être exprimé en fonction du produit par travailleur de la manière suivante :

$$\ln y_t = \ln(Y_t / A_t L_t) = \ln(Y_t / L_t) - \ln A_t = \ln \left(\frac{Y_t}{L_t} \right) - \ln A_0 - gt \quad (\text{A9})$$

En substituant le niveau stationnaire du produit par unités de travail efficace donnée par (A8) dans (A9) et résoudre pour les niveaux stationnaires de l'output par travailleur, $\ln(Y_t/L_t)$, nous pouvons obtenir une équation du revenu par tête (produit par travailleur) à l'état stationnaire :

$$\ln \left(\frac{Y_t}{L_t} \right)^* = \ln A_0 + gt - \left(\frac{\alpha + \beta}{1 - \alpha - \beta} \right) \ln(n+g+\delta) + \left(\frac{\alpha}{1 - \alpha - \beta} \right) \ln s_k + \left(\frac{\beta}{1 - \alpha - \beta} \right) \ln s_h \quad (\text{A10})$$

En approximant la dynamique autour de l'état stationnaire, la vitesse de convergence est donnée par :

$$\ln y_t = \frac{dy_t}{dt} = \lambda (\ln y^* - \ln y_t) \quad (\text{A11})$$

Avec $\lambda = (n+g+\delta)(1-\alpha-\beta)$

λ représente la vitesse à laquelle le produit par unités de travail efficace approche sa valeur stationnaire. La croissance du produit, dans sa phase transitoire, est proportionnelle à la distance qui sépare le niveau effectif du produit de son état stationnaire.

En intégrant (A11) pour un temps T compris entre 0 et T on obtient :

$$\ln y_T = (1 - e^{-\lambda T}) \ln y^* + e^{-\lambda T} \ln y_0 \quad (\text{A12})$$

En transformant le produit par unités de travail efficace en produit par travailleur à l'aide de (A9), il vient :

$$(1 - e^{-\lambda T}) \ln y^* + e^{-\lambda T} \ln y_0 = \ln \left(\frac{Y_T}{L_T} \right) - \ln A_0 - gT \quad (\text{A13})$$

et :

$$\ln y_0 = \ln \left(\frac{Y_0}{L_0} \right) - \ln A_0 \quad (\text{A14})$$

En Combinant les équations (A13), (A14) et (A8), nous obtenons une équation qui peut- être estimée économétriquement :

$$\ln \left(\frac{Y_T}{L_T} \right) - \ln \left(\frac{Y_0}{L_0} \right) = \pi_0 + \pi_1 \ln \left(\frac{Y_0}{L_0} \right) + \pi_2 \ln(n+g+\delta) + \pi_3 \ln s_k + \pi_4 \ln s_h \quad (\text{A15})$$

$$\pi_1 = -(1 - e^{-\lambda T})$$

$$\pi_2 = -(1 - e^{-\lambda T}) \frac{\alpha + \beta}{1 - \alpha - \beta}$$

$$\pi_3 = (1 - e^{-\lambda T}) \left(\frac{\alpha}{1 - \alpha - \beta} \right)$$

$$\pi_4 = (1 - e^{-\lambda T}) \left(\frac{\beta}{1 - \alpha - \beta} \right)$$

Partie B : Le prolongement du modèle de Mankiw, Romer et Weil par l'intégration du développement financier

La démarche consiste à intégrer le développement financier comme une variable explicative de la croissance. Pour cela, on suppose que le développement financier F affecte positivement la productivité totale des facteurs de sorte que l'équation (A3) est augmentée de la manière suivante :

$$A_t = A_0 e^{gt} F_t^\rho \quad (\text{B1})$$

Cette spécification combine l'effet de F avec la composante exogène de la productivité totale des facteurs :

En remplaçant A_t par son expression, l'équation (A9) peut se réécrire :

$$\ln y_t = \ln(Y_t / A_t L_t) = \ln(Y_t / L_t) - \ln A_t = \ln \left(\frac{Y_t}{L_t} \right) - \ln A_0 - gt - \rho \ln F_t \quad (\text{B2})$$

Après calculs, on peut réécrire l'équation (A13) de la façon suivante :

$$(1 - e^{-\lambda T}) \ln y^* + e^{-\lambda T} \ln y_0 = \ln \left(\frac{Y_T}{L_T} \right) - \ln A_0 - gT - \rho \ln F_T \quad (\text{B3})$$

Y_0 / L_0), en substituant y^* dans (B3) et résoudre pour $\ln(Y_T / L_T)$, finalement soustraire $\ln(Y_0 / L_0)$ des deux côtés de l'équation, l'équation (A15) peut se réécrire :

$$\ln\left(\frac{Y_T}{L_T}\right) - \ln\left(\frac{Y_0}{L_0}\right) = \pi_0 + \pi_1 \ln\left(\frac{Y_0}{L_0}\right) + \pi_2 \ln(n+g+\delta) + \pi_3 \ln s_k + \pi_4 \ln s_h + \pi_5 \ln F \quad (\text{B4})$$

$$\text{Où} \quad \pi_0 = (1 - e^{-\lambda T}) \ln A_0 + g T$$

$$\pi_1 = -(1 - e^{-\lambda T})$$

$$\pi_2 = -(1 - e^{-\lambda T}) \frac{\alpha + \beta}{1 - \alpha - \beta}$$

$$\pi_3 = (1 - e^{-\lambda T}) \left(\frac{\alpha}{1 - \alpha - \beta} \right)$$

$$\pi_4 = (1 - e^{-\lambda T}) \left(\frac{\beta}{1 - \alpha - \beta} \right)$$

$$\pi_5 = \rho (1 - e^{-\lambda T})$$

Il apparaît ainsi que l'équation estimable économétriquement s'exprime désormais en fonction de F

DE L'ÉCHANTILLON

		Niger
Argentina	Hong Kong, China	Nigeria
Australia	Iceland	Norway
Austria	India	Pakistan
Bangladesh	Indonesia	Panama
Belgium	Iran, Islamic Rep.	Papua New Guinea
Benin	Ireland	Paraguay
Bolivia	Israel	Peru
Brazil	Italy	Philippines
Burundi	Jamaica	Portugal
Cameroon	Japan	Rwanda
Canada	Jordan	Senegal
Chile	Kenya	South Africa
Colombia	Korea, Rep.	Spain
Costa Rica	Lebanon	Sri Lanka
Cote d'Ivoire	Lesotho	Sweden
Denmark	Madagascar	Switzerland
Dominican Republic	Malawi	Syrian Arab Republic
Ecuador	Malaysia	Thailand
Egypt, Arab Rep.	Mali	Togo
El Salvador	Mauritius	Trinidad and Tobago
Ethiopia	Mexico	Tunisia
Finland	Morocco	Turkey
France	Mozambique	Uganda
Gabon	Nepal	United Kingdom
Ghana	Netherlands	Uruguay
Greece	New Zealand	Venezuela, RB
Guatemala	Nicaragua	

INTRODUCTION GÉNÉRALE 1

CHAPITRE I: LE ROLE DU SECTEUR FINANCIER DANS LE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUE..... 4

SECTION 1 : LES PRÉCURSEURS DE L'ANALYSE DE L'INTÉRMEDIATION FINANCIERE.....4

1.1 Les approches théoriques du rôle du secteur financier dans le développement économique5

 1.1.1 L'approche schumpeterienne de l'intermédiation financière5

 1.1.2 La typologie de Gurley et Shaw.....6

 1.1.3 Une tentative de synthèse : Le rôle de l'intermédiation financière et le niveau de développement.....7

1.2 Les approches empiriques9

 1.2.1 L'analyse historique de Gerschenkron9

 1.2.2 L'analyse historique de Cameron.....10

 1.2.3 L'étude empirique de Goldsmith11

SECTION 2 : L'ÉCOLE DE LIBÉRALISATION FINANCIERE13

2.1 Les effets positifs de la libéralisation financière sur la croissance14

 2.1.1 La complémentarité de la monnaie et du capital : L'analyse de McKinnon14

 2.1.2 L'approfondissement financier de E .Shaw.....21

2.2 Les critiques de la théorie de libéralisation financièreí í í í í í í í í í í 26

 2.2.1 L'analyse néo-structuraliste de la libéralisation financière : la prise en compte du secteur financier informel.....26

 2.2.2 Libéralisation financière et imperfections des marchés financiers : la sélection adverse et le hasard moral30

SECTION 3 : LES INTERACTIONS ENTRE INSTITUTIONS FINANCIERES ET CROISSANCE DANS LES MODELES DE CROISSANCE ENDOGENE35

3.1 Les travaux théoriques36

.....	36
transmission du système financier vers la croissance dans les approches par la croissance endogène	37
3.2 Les travaux empiriques	42
 CHAPITRE II : LA FRAGILITÉ FINANCIERE AFFECTE-T-ELLE LA RELATION ENTRE DÉVELOPPEMENT FINANCIER ET CROISSANCE ÉCONOMIQUE ?.....	44
 SECTION 1 : LE SENS DE CAUSALITÉ ENTRE DÉVELOPPEMENT FINANCIER ET CROISSANCE : UN DÉBAT CONTROVERSÉ	44
 SECTION 2 : LES EFFETS DE SEUIL	46
 SECTION 3 : DÉVELOPPEMENT FINANCIER ET INSTABILITÉ FINANCIERE : LE ROLE DE LA SUPERVISION	48
3.1 Les travaux théoriques	49
3.2 Les travaux empiriques	56
3.2.1 Instabilité financière et croissance	56
3.2.2 L'occurrence des crises financières.....	57
 CHAPITRE III : DÉVELOPPEMENT FINANCIER ET SUPERVISION BANCAIRE DANS LES PAYS DU SUD ET DE L'EST DE LA MÉDITERRANÉE	61
 SECTION 1 : ANALYSE DU DÉVELOPPEMENT FINANCIER DANS LES PAYS DU SUD ET DE L'EST DE LA MÉDITERRANÉE A PARTIR D'INDICATEURS QUANTITATIFS.....	61
1.1 La liquidité de l'économie.....	61
1.2 Crédit domestique au secteur privé en pourcentage du PIB.....	63
1.3 Le <i>spread</i> de taux d'intérêt.....	64
1.4 La capitalisation boursière en pourcentage du PIB	66
 SECTION 2 : LE DÉVELOPPEMENT FINANCIER DANS LES PAYS DU SUD ET DE L'EST DE LA MÉDITERRANÉE : UNE APPROCHE MULTIDIMENSIONNELLE	69
2.1 Présentation de l'approche	69

	í ..	76
	í ..	79
2.4 Le cadre réglementaire	í í	79
2.5 La qualité de la réglementation et de la supervision bancaires	í í í í í í í í	80
CHAPITRE IV : UNE ANALYSE EMPIRIQUE DE LA RELATION ENTRE DÉVELOPPEMENT FINANCIER, SUPERVISION BANCAIRE ET CROISSANCE		85
SECTION 1 : SPÉCIFICATION DU MODELE		85
SECTION 2 : STRATÉGIE DE VALIDATION EMPIRIQUE		89
SECTION 3: LA RELATION ENTRE LE DÉVELOPPEMENT FINANCIER ET LA CROISSANCE : TESTS ÉCONOMÉTRIQUES		93
3.1 Estimations en coupe transversale		93
3.1.1 Échantillon total		93
3.1.2 Échantillon PSEM		95
3.2 Estimation en données de Panel		97
3.2.1 Échantillon total		97
3.2.2 Échantillon PSEM		98
SECTION 4 : TESTS ÉCONOMÉTRIQUES : DÉVELOPPEMENT FINANCIER SUPERVISION BANCAIRE ET CROISSANCE		101
4.1 Estimation en coupe transversale		101
4.2 Estimation en données de panel	í ..	104
CONCLUSION GÉNÉRALE		108
BIBLIOGRAPHIE		111
LISTE DES TABLEAUX		117
LISTE DES GRAPHIQUES		118
LISTE DES FIGURES		118

.....	119
ANNEXE 1 : ANNEXE MATHÉMATIQUE	119
Partie A : Une présentation du modèle de croissance de Mankiw, Romer et Weil.....	119
Partie B : Le prolongement du modèle de Mankiw, Romer et Weil par l'intégration du développement financier	123
ANNEXE 2 : LISTE DES PAYS DE L'ÉCHANTILLON	125
ANNEXE 3 sur CD-ROM	
Base de données	
Tests économétriques	