

La libéralisation financière et la croissance économique.

Introduction du chapitre :

Le lien entre finance et croissance économique renvoie la question de la libéralisation financière, la notion de cette dernière a été introduite par McKinnon (1973) et Shaw (1973), qui cherche à substituer la libéralisation financière à la répression financière. Ce processus (la libéralisation financière) vise essentiellement le développement financier et la croissance économique. Cette dernière est le fruit de l'accumulation du capital productif. En effet, l'investissement est le canal qui permet l'accroissement des richesses. En se plaçant entre épargnant et investisseurs, le système financier collectera l'épargne nécessaire et la mettra à la disposition de l'investissement. Cette analyse est le fondement de la théorie de Gurley et Shaw (1960) quant au rôle centralisateur de l'intermédiation financière dans l'allocation des ressources, via l'affectation de l'épargne vers l'investissement productif. C'est ainsi qu'à l'aube des années 70, le concept de libéralisation financière a envahi le champ de la théorie économique. McKinnon (1973) et Shaw (1973) présentent la libéralisation du secteur financier comme moyen efficace et simple pour accélérer le processus de la croissance économique des pays en développement, à partir d'une meilleure mobilisation et allocation des ressources entre l'investissement et l'épargne.

Notre objectif dans ce chapitre vise à identifier le système financier le plus approprié pour les pays en voie de développement, est-ce que le système basé sur les banques ou celui basé sur les marchés.

Dans la première section, nous aborderons les différents composants du système financier et évaluerons l'importance de ce dernier dans l'économie puisque le système financier est considéré comme l'élément moteur de la croissance économique, à travers le rôle qui joue dans l'allocation des ressources financières destinées à financer les investissements de différentes activités économiques; donc sa libéralisation est importante dans la stimulation de la croissance économique d'un pays. Ensuite, dans la seconde section en va étudier le lien entre le développement financier et la croissance économique. En nous appuyant sur l'approche fonctionnelle de Levine (1997). Il est au cœur de notre débat dont l'objectif est de déterminer le lien qui existe entre le développement financier et la croissance économique. Vu l'importance de cette relation il est important de présenter une revue de littérature et d'étude empirique sur ce lien puisqu'il existe deux courants concernant l'importance du système financier dans la croissance économique. D'un côté il y a ceux qui disent que le système financier joue un rôle très important dans la croissance économique. D'un autre côté,

il y a ce qui ne croit pas à l'importance de la relation entre système financier développé et croissance économique. Enfin dans la troisième section, on va donner un aperçu sur la littérature empirique se rapportant aux effets de la libéralisation financière sur la croissance par ordre chronologique ; en ajouter aussi les études traitant le cas de l'Algérie qui est notre échantillon dans cette étude.

Section1: l'impact du système financier sur la croissance économique.

La majorité des opérations de prêts et d'emprunts ont pour objectif le financement de l'investissement, plus que celui de la consommation. L'investissement étant un des facteurs de la croissance, on conçoit que l'efficacité d'un système financier dépend de sa capacité à mobiliser un volume important d'épargne et d'en réaliser une bonne allocation ce qui va stimuler la croissance économique.

Les systèmes financiers qui reposent principalement sur les marchés financiers sont dits les systèmes fondés sur les marchés, alors que ceux qui s'appuient essentiellement sur les banques sont dits les systèmes basés sur les intermédiaires financiers. Ainsi, la structure d'un système financier est différente d'un pays à l'autre. Chaque économie dispose d'un système propre qui se forme et évolue à partir d'une multitude de facteurs tels l'histoire économique et sociale, l'implication de l'État et la réglementation, le développement des entreprises, la position géographique...etc. Chaque pays possède ainsi de différentes institutions, réglementations et usages qui constituent le système financier et qui permettent de résoudre les mêmes problèmes et d'atteindre les mêmes finalités selon des façons variées d'un pays à l'autre.

Les résultats de nombreuses études révèlent que le degré de développement du système financier a une incidence bénéfique sur la croissance économique à long terme.

1-Le système financier :

Il est unanimement reconnu que le système financier occupe une de choix dans toute économie grâce aux multiples services qu'il assure tel que la réduction des coûts de prêts et d'emprunts, la minimisation des risques encourus, la collecte de l'épargne et la garantie d'une meilleure allocation des ressources. Tous ces services et d'autres améliorent la croissance économique du pays.

1-1 la définition du système financier :

Un système financier peut être défini comme un ensemble très complexe d'institutions, de procédures, d'usages et de règle déterminants les voies à suivre a fin de collecté l'épargne auprès des ménages de l'état et des entreprises, laquelle épargne est ensuite pour la création des richesses.

Le système financier compte sur toutes les institutions ayant pour rôle essentiel de mobiliser l'épargne des ménages et des entreprises dont les revenus sont supérieurs aux dépenses pour la transférer ensuite vers les ménages et les entreprises à capacités d'autofinancement insuffisantes¹. En s'interposant entre prêteurs et emprunteurs, ce système rend les décisions d'épargne et d'investissement de ces derniers plus cohérents, ce qui est de nature à faciliter plus leurs transactions.

1-2 les composantes du système financier :

Le système financier se compose de deux éléments qui sont le marché monétaire et le marché financier².

1-2-1) le marché monétaire :

C'est le marché inter bancaire qui regroupe la banque centrale et l'ensemble des banques commerciales, les institutions d'épargnes et les banques spécialisées. Constituant un élément important de l'ensemble du système financier, ce marché s'intéresse au financement des entreprises à court terme. Dans son acception la plus large, le marché monétaire se rapporte à tous les intermédiaires financiers.

Les intermédiaires financiers constituent la pierre angulaire de tout système financier digne de son nom.

1-2-2) le marché financier (boursier) :

C'est l'espace où se rencontrent les offreurs et les demandeurs. Il s'intéresse aux transactions à moyen et à long terme. Il comporte deux types de marchés : un marché des titres financiers (marché primaire et marché secondaire) et autre marché qui regroupe des institutions financières non bancaires.

Le fonctionnement du marché financier repose sur les marchés primaires et secondaires (marché boursier).

¹ Stiglitz Joseph E et Walsh Carl E; « Principes D'économie Moderne »; The American Reviews, 2nd Edition 2004, P568.

² Levine Ross, Loayza Norman, beck Thorsten (1999), "Financial Intermediation And Growth: Causality And Causes", World Bank Policy Research Working Paper, N° 2059, P20.

- ✚ Le marché primaire : il est appelé aussi marché d'émissions ou de titres, c'est le marché où les titres sont émis pour la première fois, soit pour la création de nouvelles entreprises soit pour l'augmentation du capital des entreprises qui existent déjà.
- ✚ Le marché secondaire (bourse) : ce marché s'occupe de l'échange de valeurs mobilières déjà émises. À ainsi, il arrive, par exemple, qu'un épargnant qu'a souscrit à une émission d'obligation d'État souhaite revendre ce titre acheté à l'État, c'est sur le marché secondaire qu'il pourra réaliser cette opération. Ce marché boursier, qui représente la plus grande part du marché financier, met en relation les agents à déficit de financement, c'est-à-dire les entreprises, les collectivités locales et l'État qui émettent des produits financiers (actions, obligations et d'autres produits), et les agents à surplus de financement, les épargnants, essentiellement les ménages qui les souscrivent¹.

La principale caractéristique d'un marché financier développé reste incontestablement, l'efficacité de l'information qui doit être constamment disponible et circuler librement entre les acteurs intervenant sur le marché financier. Par ailleurs, la capitalisation boursière représente l'indice particulier d'un marché financier développé.

En général, un système financier développé est celui qui réalise une mobilisation de l'épargne et une allocation optimale des ressources, une politique macroéconomique saine dans un environnement politique favorable est seule garante d'une performance optimale.

On peut ajouter aussi que le système financier correspond à l'ensemble des mécanismes et des agents dont l'objectif est de mettre en relation les besoins et les capacités de financement et de répartir les risques.

- **Les agents sont des :**

- Agents à capacité de financement : les ménages
- Agents ont besoin de financement : les firmes
- Autorités, par exemple, Banque Centrale, Commission des autorités boursières, etc².
Jouent un rôle très important dans la stabilité du système financier et la stabilité monétaire. Par les politiques financières et économiques qu'elles mettent en place,

¹ Stiglitz Joseph E, Walsh Carl E; Op Cite; p 570.

² Andrew Sheryok, « Le Monde Des Banques et De La Bourse »; Merodote N° 109, 2003, P 49.

elles assurent le bon fonctionnement du système financier et coordonnent les actions entre les différents composants du système

- **Les mécanismes** : il existe deux principaux mécanismes de financement

1) Finance indirecte où les intermédiaires financiers assurent un lien permanent entre les agents à capacité de financement et ceux à besoin de financement. Les intermédiaires financiers comme les banques ont un rôle de collecteur de l'épargne disponible puis ils réinjectent les fonds collectés aux emprunteurs.

2) Finance directe: en revanche, dans la finance directe, l'intermédiaire financier ne joue aucun rôle entre le prêteur et l'emprunteur (seulement parfois pour une brève période). Les créances (titres) émises par les agents à besoin de financement sont vendues directement aux agents à capacité de financement.

Au sein de la finance directe et de la finance indirecte, il existe deux formes de financement, selon la période :

1- Le financement à court terme.

2- Le financement à long terme.

Il y a une corrélation entre l'échéance des crédits et le niveau de l'activité économique. Exemple dans le cas de reprise économique, la demande de crédit augmente, ce qui conduit les banques à réduire l'échéance de leurs prêts. A contrario, dans le cas de récession économique et à cause de la baisse de l'activité économique la demande de crédit devient faible; en conséquence, les banques allongent l'échéance des prêts.

1-3 Le financement des activités :

Il faut souligner que chaque entreprise a deux choix de financement soit le financement interne (l'autofinancement) soit le financement externe :

1-3-1) Le financement interne (self finance) : le financement par ressources propres.

L'autofinancement semble être le moins coûteux des financements, cependant il comporte quand même un coût ou plutôt il fait courir le risque d'un « manque à gagner » que les

économistes appellent le **coût d'opportunité**. En achetant un équipement à partir de son épargne, un agent renonce à une autre utilisation possible de cette épargne, par exemple un placement financier.

Si les placements financiers rapportent davantage que l'investissement prévu, il y a un manque à gagner entraîné par la dépense d'équipement (différence entre les deux taux de rendement).

1-3-2) Le financement externe: se compose du financement bancaire et du Financement par le marché.

Les entreprises recourent à l'endettement extérieur si leurs ressources propres seules ne suffisent pas à financer leurs projets. En général, on remarque que les entreprises ne dépendent pas totalement de leurs ressources propres. Elles essaient de nourrir leur capital de roulement (working capital) par l'endettement auprès des banques, par exemple.

Nous allons présenter les 2 types de financement externe :

- le financement par les intermédiaires financiers (financement indirect).
- le financement par le marché (financement direct).

a) Le financement indirect par les intermédiaires financiers

Le financement indirect de l'activité économique implique qu'il y ait un agent économique qui fasse le lien entre les divers agents économiques. On parle alors d'intermédiation financière. Cette intermédiation est le fait des institutions financières (les banques) qui, d'une part, collectent l'épargne auprès des ménages, et d'autre part, prêtent aux entreprises les sommes nécessaires au financement de leur activité. Une économie qui fonctionne grâce essentiellement au rôle d'intermédiation des banques est appelée « **économie d'endettement** ».

Il faut distinguer deux types d'intermédiaires financiers : les établissements bancaires et les institutions financières non bancaires.

a-1) Le financement bancaire

Les banques commerciales occupent une place importante dans le financement à court terme et à long terme puisqu'elles assurent le financement nécessaire pour soutenir les activités

commerciales et industrielles des entreprises. Les banques peuvent financer les entreprises par deux moyens :

- **Le crédit bancaire :**

Le crédit bancaire est l'axe du fonctionnement des banques. Quand elles accordent un crédit, les banques se préoccupent de la rentabilité, de la liquidité et de la garantie.

Le crédit bancaire a plusieurs avantages pour les entreprises endettées dont :

- 1) Le crédit bancaire n'autorise pas les banques à entrer au conseil d'administration ni à participer à sa propriété, à l'inverse du financement par actions.
- 2) Le coût des crédits bancaires est moins élevé que le coût de l'augmentation du capital par les actions ordinaires ou les actions de préférence.
- 3) Les intérêts sur les crédits bancaires sont déduits des profits. Ils diminuent les profits et en conséquence, la taxe sur les profits baisse, c'est ce qu'on appelle le privilège d'impôt.

Mais les banques prennent beaucoup de risques, par exemple quand les débiteurs ne respectent pas leurs engagements et cessent de payer leurs dettes ainsi que les intérêts dus. Par ailleurs, il y a le risque du taux d'intérêt à cause de la variation non anticipée des taux d'intérêt. Il faut y ajouter le risque de change, le risque de liquidité, le risque réglementaire, le risque opératoire, le risque technique et le risque de fraude¹.

Les banques peuvent réduire le risque du crédit par la diversification et le risque de taux d'intérêt par l'application du taux d'intérêt flottant.

- **La participation aux capitaux des entreprises :**

Les banques d'investissement sont des établissements principaux qui jouent le rôle de l'intermédiation financière dans le marché primaire et son activité principale est d'être un intermédiaire entre les émetteurs des titres et les investisseurs dans ces titres². Les banques

¹ Goyeau D et Tarazi A (1992) " Evaluation Du Risque De Défaillance Bancaire En Europe"; Revue d'économie politique, 102 (2), ; p40.

² Clark.J. (1993); "Management of Investment"; 3rd Edition, Mc Graw-Hill, New York; p230.

d'investissement prennent le risque de la baisse des prix des titres financiers, mais souvent elles réalisent des gains provenant de la différence entre le prix d'achat de l'émetteur et le prix de vente de l'investisseur (le détenteur). D'ailleurs, ces banques offrent des services importants aux entreprises émettrices d'actions en assurant la vente totale de toutes leurs émissions¹.

Il existe des banques d'affaires qui n'utilisent que leurs fonds propres pour participer au capital des entreprises².

Les banques d'investissement peuvent financer les entreprises par investissement direct dans leur capital et souvent leur participation au seuil minimal leur assure une place aux conseils d'administration afin d'y protéger leurs intérêts.

a-2) Le financement par les institutions financières non bancaires

Ces institutions sont les concurrents des banques commerciales en ce qui concerne la mobilisation de l'épargne et l'offre des services d'intermédiation. Il y a plusieurs types d'institutions comme les compagnies d'assurance, les établissements d'épargne, les sociétés spécialisées dans le crédit aux particuliers et aux entreprises, les caisses de retraite, les fonds de pension, etc.³

b) Le financement direct par le marché financier :

Les institutions financières font payer leur service d'intermédiation financière aux emprunteurs, ce qui a pour effet de rendre plus onéreuse l'obtention de ressources de la part des agents à besoin de financement. Ceux-ci sont donc amenés à rechercher des modalités leur permettant de ne pas avoir à faire appel à ces intermédiaires financiers. Pour ce faire, ils vont s'adresser directement aux agents économiques à capacité de financement. Les entreprises ou l'État vont donc passer par l'intermédiaire des marchés financiers où ils émettent des valeurs mobilières de placement qui seront acquises directement par les agents économiques souhaitant faire fructifier leur épargne disponible. Si une économie fonctionne essentiellement grâce aux marchés financiers, on parle alors d'une « **économie de marché financier** ».

¹ Jacob. N (1988) "Investments"; 2nd Edition, Richard D. Irwin, Inc, Boston, p45.

² Lacoue-Labarthe D (1994) " La Deuxième Réforme Bancaire Dans Les Economies En Transition, D'Europe Centrale "; Revue d'Économie Financière, p 179.

³ Clark. J. (1993), op cite; p288.

L'intérêt d'un marché financier bien organisé est d'améliorer les conditions du crédit bancaire pour les entreprises listées; car cela réduit le taux d'endettement par rapport aux droits de propriété qui les rendent moins risquées et plus attirantes du point de vue des banques. De plus, le marché financier permet aux banques d'obtenir toutes les informations nécessaires sur l'entreprise qui demande le crédit¹. Il ne faut pas perdre de vue que la grande majorité des entreprises n'ont pas une taille suffisante pour accéder aux marchés financiers, elles ne disposent donc que de l'autofinancement ou du crédit bancaire.

En effet, le marché financier est l'un des compartiments du marché des capitaux qui est défini comme l'ensemble des établissements et le mécanisme dont l'objectif est de fournir le financement à moyen et long terme. Ce marché est considéré, de loin, comme le plus grand et le plus important, car il comprend tous les autres marchés financiers².

Le marché financier exerce ainsi deux fonctions essentielles:

1- Il permet aux agents à besoin de financement à recueillir des ressources en contrepartie de titres financiers à long terme.

2- Il permet ensuite la négociation des titres et leur liquidité³.

Tarazi et Goyeau (2001) expliquent bien ces deux fonctions: « Les titres qui s'échangent sur le marché financier des valeurs mobilières sont représentatifs d'engagements à long terme. Ce sont des titres longs par opposition aux produits d'épargne des banques, par exemple, qui sont courts. Les épargnants peuvent, à tout moment, éprouver le besoin de récupérer leurs fonds et privilégient donc la disponibilité de leur épargne. Dans ce cas de figure, seule la revente avant l'échéance des titres (avant la date de remboursement) sur le marché secondaire permet aux prêteurs de retrouver à tout moment leur liquidité. On comprend alors que c'est de la capacité du marché secondaire à fournir ce service que dépend le dynamisme du marché financier primaire et donc l'efficacité du financement de l'économie »⁴.

¹ Diamond D.W. (1984), "Financial Intermediation and Delegated Monitoring"; Review of Economic Studies LI, P 393.

² Dougall Herbert E et Gaumitz Jack E «Capital Markets and Institutions»; 4th Edition, Englewood Cliffs N.J, Prentice-Hall, Inc, 1980.

³ Allen.F. et Gale.D. (2000), "Comparing Financial Systems"; MIT press, P 120.

⁴ Goyeau D et Tarazi A, Cole D & Park Y.C (1983) "Financial development of Korea 1945-1978 "; Harvard University Press, Cambridge; op cite; P98.

2-L'intermédiation financière et croissance économique :

Dans cette sous-section on va définir l'impact des intermédiaires financiers sur la croissance économique

2-1) les études théoriques :

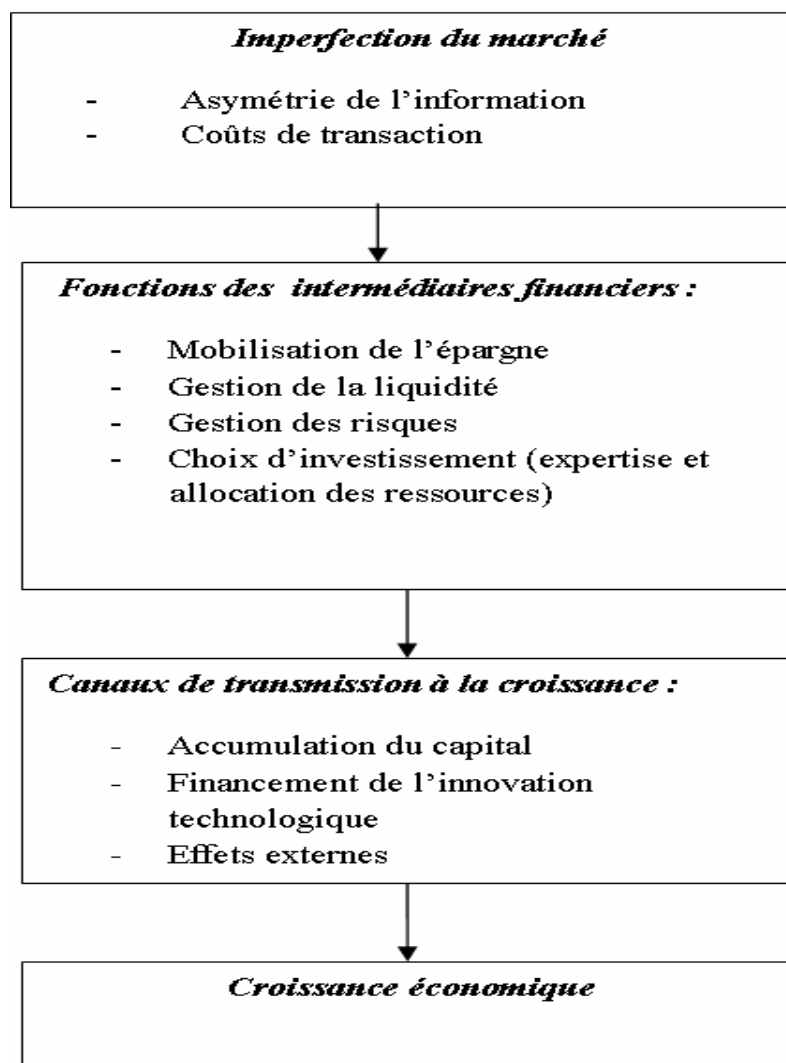
Dans les pays développés, les intermédiaires financiers jouent le rôle de conseil aux entreprises tandis que, la fonction de prêt est la plus importante pour la croissance des pays en voie de développement. Plusieurs raisons théoriques expliquent pourquoi le développement des intermédiaires financier peut stimuler la croissance. Shumpeter (1912) souligne que le bon fonctionnement des banques stimule l'innovation technologique par l'identification et le financement des entreprises ayant les meilleures chances du succès dans leur activité novatrice.

Pour Gurley et Shaw (1960), l'innovation financière qui accompagne le développement financier, réduit le risque attaché à l'investissement ainsi que les coûts d'intermédiation financière et stimule l'épargne. Levine (1997) soutient que les intermédiaires financiers, grâce aux services qu'ils fournissent, stimulent la croissance à travers l'accumulation du capital et la productivité des facteurs.

La littérature économique récente rompt avec les hypothèses de la concurrence pure et parfaite. Elle prend en compte l'asymétrie d'information et les coûts de transaction. Ceci permet d'intégrer les différentes fonctions des intermédiaires financiers dans les mécanismes théoriques liant la finance à la croissance. Ainsi, la mobilisation de l'épargne, la transformation des placements liquides en actifs productifs, mais non liquides, la gestion des risques... conduisent à accroître le processus de la croissance par quelques canaux principaux: l'accumulation du capital, le financement de l'innovation et les externalités technologiques.

Ce cheminement théorique est synthétisé par un schéma inspire de R.Levine (1997)¹.

¹ Levine, R. (1997), "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda"; Journal of Economic Literature N° 35, P 688.

Figure 3-1: le lien entre l'intermédiation financière et la croissance économique

Source: Levine.R. (1997), op cite; p 45.

Les intermédiaires financiers 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 placement¹. La mobilisation de l'épargne a un impact positif sur le volume de l'accumulation du capital, elle améliore également l'allocation des ressources et stimule l'innovation technologique. Par leur fonction de mobilisation de l'épargne, les intermédiaires financiers favorisent l'accès des épargnants au financement des grands projets. Les épargnants pris individuellement ne peuvent pas acquérir un actif émis par une entreprise, surtout si cet actif n'est pas divisible en petites unités. En mettant en commun l'épargne de chaque individu, les intermédiaires financiers peuvent surmonter l'indivisibilité de l'actif émis par l'entreprise et réaliser des économies d'échelle. Ainsi donc, les intermédiaires financiers

¹ Levine.R. 1997, OP cite; P790 ;

améliorent l'efficacité de l'économie et stimulent la croissance économique en permettant aux individus d'investir dans de grands projets et en permettant à ces projets de se réaliser.

Une des fonctions de l'intermédiaire financier consiste à affecter les fonds vers les projets d'investissement ayant la productivité marginale du capital la plus élevée. Pour augmenter la productivité marginale du capital et donc la croissance, l'intermédiaire financier dispose de trois moyens: (i) la gestion du risque de liquidité; (ii) l'incitation des individus à investir dans des projets plus productifs, mais plus risqués en assurant la diversification des risques; et (iii) la collecte d'informations permettant d'évaluer les meilleurs projets d'investissement.

En effet, dans une économie sans intermédiaires financiers, l'incertitude incite les agents à constituer une épargne liquide et improductive; en d'autres termes une épargne de précaution qui n'est pas favorable à la croissance. De plus, les contraintes de liquidité peuvent entraîner la liquidation prématurée des investissements et peuvent dissuader les agents économiques à investir dans certains projets d'investissement plus productifs, mais non liquides¹. L'existence d'intermédiaires financiers permet alors de réduire le risque de liquidité, donnant la possibilité aux agents économiques d'effectuer des placements rentables et de ce fait, permet d'accroître le ratio du capital par tête de l'économie et les investissements productifs, ce qui stimule, par conséquent, la croissance économique².

Le modèle de King et Levine (1993) traite l'impact du développement financier sur la croissance économique à travers la collecte de l'information qui favorise la productivité des facteurs. Les auteurs considèrent une économie dans laquelle les entrepreneurs potentiels, avec une probabilité inconnue, ont la capacité de mener à bien un projet innovant qui va aboutir à une augmentation de la productivité. Les intermédiaires financiers vont engager des ressources pour évaluer chaque entrepreneur potentiel et seuls les plus prometteurs seront financés³.

Les intermédiaires financiers évaluent les entrepreneurs potentiels, mobilisent l'épargne pour financer les projets les plus productifs, et permettent une diversification du risque associée à ces activités innovantes, et ce à moindre coût que les investissements pris individuellement.

¹ King R & Levine R (1993 a) "Financial Intermediation And Economic Development In Financial Intermediation In The Construction Of Europe"; London: Centre for Economic Policy Research, P156.

² Bencivenga V et Smith B (1991) "Financial Intermediation and Endogenous Growth"; Review of Economic Studies, N°58(2), P195.

³ King R & Levine R (1993 a), op cite; P 156.

L'évaluation et la sélection des entrepreneurs réduisent le coût de l'investissement, accroissent la productivité du capital et améliorent la croissance économique.

Gertler et Rose (1991) incorporent les problèmes d'asymétrie d'information dans le but de démontrer comment les intermédiaires financiers transmettent les fonds des épargnants aux investisseurs. Gertler et Rose démontrent qu'un accroissement (une diminution) de la richesse des emprunteurs entraîne une baisse (une augmentation) de la prime de risque pour chaque niveau d'investissement et un plus grand (plus faible) niveau d'équilibre de l'investissement dans l'économie¹.

La croissance économique, dans leur modèle résulte, d'une richesse élevée (faible) de la firme. Une telle firme fait recours de moins en moins (de plus en plus) à l'autofinancement et de plus en plus (de moins en moins) au financement externe.

Le modèle de Berthelemy & Varoudakis (1994, 1996) étudie la relation entre le développement du secteur de l'intermédiation financière et la croissance économique. Le modèle démontre l'existence de deux équilibres de croissance endogène, associés à différents niveaux de développement financiers. Ainsi, il peut exister un « équilibre haut » ou le niveau élevé de développement du secteur financier renforce la concurrence bancaire. Cela conduit à des marges relativement réduites d'intermédiation et à un niveau élevé du taux d'intérêt réel net verse aux ménages. Il en résulte un taux de croissance élevé, une forte incitation à épargner et une taille importante du marché financier².

Au total, la littérature théorique démontre que le développement de l'intermédiation financière influence la croissance économique à travers son impact sur l'efficacité de l'investissement et l'amélioration de la productivité totale des facteurs. Cependant, son effet via le taux d'épargne et la formation du capital reste théoriquement ambigu.

2-2) les travaux empiriques :

Les travaux empiriques traitant la relation entre intermédiation financière et croissance économique ont cherché à tester principalement l'impact positif du développement financier sur la croissance. Ils utilisent différentes mesures du développement des intermédiaires

¹ Gertler, M. et A. Rose. (1991); "Finance, Growth and Public Policy"; (Policy Research Working Paper Series, N°814; the World Bank.

² Berthelemy, J.C et A.Varoudakis (1994), « Intermédiation Financière Et Croissance Endogène »; Revue économique, vol.46, N°3, Mai, P737.

financiers et différentes techniques économétriques. Les premiers travaux ont porté sur des régressions en coupe instantanée et ont plutôt confirmé la corrélation positive entre le développement des intermédiaires financiers et la croissance. Les travaux qui ont suivi s'intéressent aux estimations en séries chronologiques. Les derniers travaux utilisent des spécifications économétriques en données de panel. Ceci a permis d'avoir plusieurs résultats empiriques.

Depuis les travaux pionniers de Goldsmith (1969), les recherches empiriques concernant la relation entre intermédiation financière et croissance ont été établies.

La majorité des travaux confirme les conclusions théoriques: l'intermédiation financière favorise la croissance. King et Levine (1993) ont identifié une corrélation positive entre le niveau de développement d'intermédiation financière des pays et le taux de croissance du PIB réel par tête. Cependant, la question de sens de causalité entre les deux types de développement n'a pas fait l'unanimité entre les théoriciens¹.

Levine (1998,1999) améliore le travail de King et Levine (1993) en utilisant les facteurs légaux comme variables instrumentales de développement de l'intermédiation financière. Il a constaté que les facteurs exogènes de développement bancaire sont positivement corrélés au taux de croissance de capital par tête, la productivité de facteurs de production et à l'accumulation du capital².

Loayza et Beck (2000), Levine et Loayza (2000) ont utilisé les techniques de panel dynamique et ont prouvé l'existence d'un lien causal étroit entre le degré de développement de l'intermédiation financière et le taux de croissance économique³.

On a constaté l'importance de développement de l'intermédiation financière dans l'explication de la croissance. Il est opportun d'intégrer la deuxième composante du système financier afin de saisir l'interaction entre le système financier dans son ensemble et la croissance économique.

¹ King et Levine (1993); op cite; P 189.

² Levine (1999), op cite; P232.

³ Levine, R. Loayza et N. Beck, T. (2000), "Financial Intermediation and Growth"; Journal Of Economic Literature Vol.35 N°2; P 688.

3-Le marché financier et la croissance économique :

Parallèlement à la littérature sur les intermédiaires financiers, il existe une littérature abondante sur les services financiers fournis par les marchés financiers.

Un marché financier développé peut assurer la mobilisation de l'épargne¹ Greenwood et Smith (1997). Comme noté précédemment, les coûts de transaction et les asymétries d'information rend la mobilisation de l'épargne coûteuse. Par exemple, les asymétries d'information peuvent empêcher les agents averse aux risques de céder leur épargne aux investisseurs. Pour ce faire, un marché financier développe avec un bon système contractuel et comptable est indispensable. Des marchés financiers qui mobilisent l'épargne des différents agents ont un effet positif sur le développement économique en avalisant la formation du capital et l'allocation des ressources financières.

Un marché financier développé peut encourager l'acquisition de l'information² (Holmstrom et Tirole 1993). La possession de l'information permet aux investisseurs de dégager une forte rentabilité. Ces derniers sont encouragés à consacrer plus de ressources pour la recherche des projets innovants. Le développement de nouvelles technologies et l'amélioration de l'information sur les firmes corrigent l'allocation des ressources, ce qui a un impact positif sur la croissance.

Un marché financier développé assure le contrôle interne de l'entreprise après que le financement a eu lieu. Ceci est réalisable grâce (i) au tache over hostile (ii) et a un système de récompense fondé sur les performances de l'entreprise. Les marchés rendent les entreprises plus productives ainsi que l'économie dans son ensemble.

Enfin, un marché financier développé facilite la diversification du risque et permet de prévenir le risque de liquidité. Ces marchés garantissent aux agents la diversification de leur portefeuille réduisant par là le risque idiosyncrasique. Le marché financier liquide assure l'investissement de long terme. Il transforme des placements de court terme en investissement de long terme ce qui permet aux épargnants de vendre leurs actifs avant la maturité du

¹Greenwood, J., Smith, B. (1997) "Financial Markets In Development, and The Development Of Financial Markets"; Journal of Economic Dynamics and Control N° 21, P145.

²Holmstrom, B., Tirole, J. (1993) "Market Liquidity And Performance Monitoring"; Journal of Political Economy N°101, P 678.

placement. Ces marchés sont à l'origine d'une allocation efficiente du capital ce qui à son tour soutient la croissance¹.

3-1) les études empiriques :

Levine et Zervos (1996) examinent l'existence d'une relation empirique entre le développement du marché financier et la croissance économique à long terme.

Leur étude utilise une régression en coupe transversale d'un échantillon de quarante et un pays durant la période 1976 à 1993. Les auteurs se placent dans la tradition de Demirgüç-Kunt et Levine (1996) et combinent des mesures qui reflètent, la taille, la liquidité et l'intégration dans le marché financier international, pour construire un indice de développement du marché financier. Le taux de croissance de capital par tête est régressé sur une variété de variables destinées à contrôler les conditions initiales, telles que la stabilité politique, l'investissement dans le capital humain, et les conditions macroéconomiques; puis ils intègrent l'indice composite de développement du marché financier. Ils trouvent une forte corrélation entre le développement du marché financier et la croissance économique de long terme. Ceci implique que le résultat est compatible avec les théories qui stipulent une relation positive entre le développement du marché financier et la croissance économique. De même, Randel K. Filer, Jan Hanousek et Nauro F. Campos (1999) ont étudié, en utilisant les techniques de données de panel, la nature de la relation causale entre le développement des marchés financiers et la croissance économique. Les auteurs estiment deux modèles à effet fixe et à effet aléatoire et trouvent une relation positive entre la capitalisation des marchés financiers et la croissance économique.

Beaucoup d'économistes ont considéré que le développement financier est une condition incontournable pour la réussite de toute politique de libéralisation financière : l'application de la politique de libéralisation financière dans les pays en voie de développement a été considérée comme un moyen efficace pour réaliser des taux de croissance économique élevés et positifs, grâce au développement du système financier et bancaire qui peut à son tour stimuler l'épargne et fournir des fonds pour diverses activités économiques qui se refléteront positivement sur les taux de croissances économiques de ces pays. Donc, la base de la théorie de la libéralisation financière est le développement financier qui constitue le fondement essentiel de la croissance économique dans les pays en voie le développement.

¹ Levine, op cite; p280.

4-L'impact de la structure du système financier sur la croissance économique :

On a constaté qu'il existe deux systèmes financiers, le premier est dominé par les marchés financiers et s'apparente à une économie du marché et le second est dominé par les banques et s'apparente à une économie d'endettement.

La théorie économique ne permet pas de trancher sur la structure du système financier adéquat pour promouvoir la croissance.

Certains auteurs défendent la suprématie des systèmes dominés par les marchés sur les systèmes dominés par les banques, d'autres l'inverse. Ensuite, il existe une troisième catégorie d'auteurs qui présentent que les marchés financiers et les banques sont complémentaires dans le système financier.

4-1) la vision des intermédiaires financiers :

Les intermédiaires financiers garantissent la mobilisation de l'épargne, acquièrent et disséminent l'information coûteuse et facilitent la gestion de risque. Ces services financiers sont importants pour assurer une allocation efficiente du capital et par conséquent stimuler la croissance de long terme. Sachant cette capacité des intermédiaires de favoriser le développement, la vision des intermédiaires représente une critique du rôle des marchés financiers dans la fourniture des services financiers.

La vision des intermédiaires financiers préconise que le bon fonctionnement des marchés révèle rapidement l'information sur un marché public, ce qui réduit la motivation des investisseurs d'acquérir l'information. Cet argument est principalement basé sur le problème du « passager clandestin ». Si l'information est révélée par le marché, aucun individu n'est incité à la collecter. Ceci a comme résultat qu'un marché financier compétitif peut être caractérisé par un sous-investissement dans l'information. Par conséquent, un marché financier développé n'arrive pas à identifier les projets innovants et par la suite entrave l'allocation efficiente des ressources¹ (Stiglitz 1985 et Boot, Greebaum, et Thakor 1993).

Les intermédiaires financiers offrent de manière compétitive des opportunités de partage de risque ou de couverture lorsque les marchés ne sont pas parfaits ou incomplets. Donc en

¹ Stiglitz, J.E. (1985), "Credit Markets and The Control Of Capital"; Journal of Money, Credit and Banking; N° 17, P133.

présence d'imperfection des marchés, les intermédiaires financiers peuvent en mesure d'offrir une meilleure couverture, ou une couverture à moindre coût que les marchés financiers.

Selon Diamond (1984) pense que la banque est le prêteur le plus efficace pour évaluer le risque du crédit par les informations acquises auprès de ces clients. Pour lui, l'avantage comparatif de la banque est imputable à sa propre production d'information sur les emprunteurs.

Lewis (1992) pense que les informations collectées sur les firmes par la banque sont confidentielles. La firme qui ne désire pas diffuser des informations de type spécifique et stratégique ne peut pas s'adresser au marché financier où les informations sur toutes les firmes émettrices de titres sont partagées par tous les intervenants. Mais l'acquisition et l'analyse d'information circulent librement sans coût.

Les partisans de la vision des intermédiaires financiers prétendent qu'un marché financier liquide rend capable les épargnants de vendre facilement leurs actifs. Ceci les décourage d'effectuer le monitoring des entreprises, ce qui implique un moindre contrôle et performance économique.

Plus encore, si les marchés financiers permettent de diversifier le risque, ils sont incapables de diversifier les chocs agrégés parce que les marchés sont incomplets. Les intermédiaires qui assurent l'accumulation des actifs sans risque assurent une meilleure diversification de risque¹.

Bref, les intermédiaires financiers sont plus efficaces dans les économies où le cadre légal et le système comptable sont peu développés. Les intermédiaires financiers incitent les firmes à révéler l'information et à payer leur dette ce qui garantit la croissance de long terme. C'est le cas des pays en voie de développement.

4-2) la vision des marchés financiers :

La vision des marchés financiers contredit la vision des intermédiaires financiers en centrant son analyse sur les problèmes générés par l'excès de pouvoir des banques.

¹ Allen, F. et Gale, D. (1997), "Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing"; *Journal of Political Economy* 1, P 523.

Premièrement, dans le processus de financement des firmes, les intermédiaires financiers ont accès aux informations qui ne sont pas disponibles aux autres prêteurs.

Les intermédiaires peuvent utiliser cette information interne pour extraire une rente auprès des firmes. Plus concrètement, lors des renégociations des nouveaux investissements ou de dettes, les intermédiaires bénéficient de plus de pouvoir sur les bénéfices anticipés des firmes. De puissants intermédiaires peuvent obtenir une large part de profits, par conséquent les firmes ne sont pas bien incitées d'entreprendre des risques élevés et des projets de forte rentabilité¹.

Deuxièmement, quand les intermédiaires entrent en contact avec les firmes, ils ont une tendance naturelle de favoriser les projets à faible risque et à forte rentabilité. Or les projets à faibles risques sont généralement des investissements ayant une faible productivité. Il en découle qu'un système financier basé sur les banques peut restreindre les innovations technologiques et la croissance économique de long terme.

Troisièmement, des intermédiaires puissants peuvent être à l'origine de coalitions entre les intermédiaires et les managers contre l'outsider. Ceci entrave la compétition, le contrôle interne nécessaire pour la création de nouvelles firmes et la croissance.

Quatrièmement, Allen et Gale (1997) démontrent que, même si les intermédiaires sont efficaces dans la collecte et la possession de l'information, ils sont moins efficaces dans le traitement de l'incertitude, l'innovation et l'investigation de nouvelles idées. Par exemple, faute de données et à cause de diversité d'opinions, la décision de financement de nouvelles technologies est difficile. Le financement par le marché est plus efficace².

Cinquièmement, le système financier basé sur les marchés possède l'avantage de diversifier le risque. Cette diversification est rendue possible grâce à la myriade de produits financiers disponible dans une économie de marché.

4-3) La vision des services financiers :

Nous avons démontré que les marchés financiers et les intermédiaires émergent pour réduire les coûts de l'information et les coûts de transaction. Ces deux composantes du système financier offrent les fonctions financières principales: la mobilisation de l'épargne, acquisition

¹ Allen, F. et Gale, D. (1997).op cite; p546.

² A.Khemakhem; « Développement Des Systèmes Financiers Et Croissance Economique: Cas Des Pays En Voie De Développement »; p10.

de l'information, et la gestion du risque. La vision des services financiers centre son analyse sur le rôle important d'un bon fonctionnement du système financier dans la provision de ces services. Selon la vision des services financiers, la question centrale est la quantité et la qualité de ces services financiers, et non l'organisation spécifique du système financier (basé sur les banques ou sur le marché). En d'autres termes, la question des marchés versus intermédiaires financiers est de seconde importance.

La vision des services financiers prône que les marchés et les intermédiaires sont alternatives. Ils assurent les mêmes fonctions avec différents degrés de succès (Boyd et Smith 1996 et Allen et Gale 1999).

La complémentarité s'observe au niveau de l'avantage comparatif des intermédiaires et des marchés de traiter différents types d'information. Les intermédiaires peuvent bénéficier des économies d'échelle croissant dans la réduction des méfaits des asymétries d'information, mais rencontrent des problèmes dans le traitement de l'incertitude, l'innovation, et de nouvelles idées.

Par contre, les marchés peuvent être plus efficaces dans le financement des industries où il y a relativement un manque de données; c'est-à-dire les industries où l'information est dispersée et où une diversité d'opinion persiste. Demirgüç-kunt et Levine (1996) utilisent des données relatives aux firmes et démontrent qu'un accroissement dans le développement des marchés entraîne un accroissement dans l'utilisation de la finance des banques dans les pays développés. Cela étant, ces deux éléments du système financier agissent comme compléments durant le processus de développement. Une autre étude empirique de Levine (2000), la première étude en coupe transversale de la structure financière, supporte la vision des services financiers.

La vision de la loi et de la finance est une extension de la vision des services financiers. Elle est avancée par Laporta et al (1997, 1998, 1999). Les auteurs rejettent le débat centre sur la vision- intermédiaires financiers versus marchés financiers. Levine (2000) considère que la création d'un système légal efficace qui supporte le droit des investisseurs est essentielle pour la provision des services financiers. La vision légale suppose que le développement financier défini par le système réglementaire et légal prédit la croissance économique.

Qu'est-ce qui fait que dans des pays le développement du système financier arrive à promouvoir la croissance et dans d'autres non ?

La théorie de la loi et de la finance (Law and finance théorie) apporte des clarifications à cette question, et s'intéresse au rôle joué par l'environnement légal et institutionnel dans l'explication de la différence des niveaux de développement financier entre les pays. Par exemple, cette théorie stipule que dans les pays où le système légal en place respecte rigoureusement les droits de propriété, protège les contrats entre privés et les droits légaux des investisseurs, les épargnants se trouvent plus disposés à financer les entreprises chercheuses de fonds et contribuent donc au fleurissement des marchés de capitaux. L'absence de ce cadre légal évince les entrepreneurs de la possibilité d'avoir accès aux financements privés et empêche donc le développement financier.

Chakraborty et Ray (2004), dans un modèle où la structure financière émerge de façon endogène démontrent qu'il est possible pour deux pays à différents systèmes financiers d'avoir le même taux de croissance. Demerguc-Kunt et Levine (2001) énoncent que les caractéristiques du pays et la qualité des services financiers sont plus importantes dans la détermination de la croissance¹. Au total, la majorité des auteurs pensent que les intermédiaires et les marchés sont complémentaires plutôt que substituables; «*in the end, it is not markets versus intermediaries, but rather of markets and intermediaries*»².

On a constaté que le système financier joue un rôle capital dans le processus de la croissance économique, toujours est-il qu'il peut être limité dans un contexte de répression financière.

L'application de la politique de libéralisation financière dans les pays en voie de développement a été considérée comme un moyen efficace pour réaliser des taux de croissance économique élevés et positifs, grâce au développement du système financier qui peut à son tour stimuler l'épargne et fournir des fonds pour diverses activités économiques qui se refléteront positivement sur les taux de croissances économiques de ces pays.

¹ Demirguc-Kunt, A., Levine, R. (2001). "Financial structure and economic growth"; P14

² Allen, F., Gale, D. (2000). op cite ; P 209.

Section II : développement financier et croissance économique.

Nul ne peut ignorer la place que joue le système financier dans la sphère économique. Levine (1997) recense cinq arguments qui peuvent fonder théoriquement l'existence d'une liaison positive et forte entre approfondissement financier et croissance d'autres économistes comme: King et Levine (1993), Klein et Olivei (1999), Levine et Loayza et Beck (2000) et d'autres, ont considéré que le développement financier est une condition incontournable pour la réussite de toute politique de libéralisation financière : L'application de la politique de libéralisation financière dans les pays en voie de développement a été considérée comme un moyen efficace pour réaliser des taux de croissance économique élevés et positifs, grâce au développement du système financier et bancaire qui peut à son tour stimuler l'épargne et fournir des fonds pour diverses activités économiques qui se refléteront positivement sur les taux de croissances économiques de ces pays. Donc, la base de la théorie de la libéralisation financière est le développement financier qui constitue le fondement essentiel de la croissance économique dans les pays en voie le développement.

1-Le lien théorique entre développement financier et croissance économique:

On a constaté dans la section précédente que la structure financière devient même un des éléments stratégiques du développement économique.

La principale contribution des systèmes financiers à la croissance économique repose sur le fait que ce dernier permet d'assurer le fonctionnement d'un système de paiement efficace et évolutif qui mobilisent l'épargne et améliorent son affectation à l'investissement. L'existence d'un moyen d'échange fiable et une condition nécessaire de la croissance.

Les systèmes de paiement évoluent en parallèle et en interaction avec la croissance économique et entraînent des gains de productivité, mais aussi une ouverture continue de nombreux marchés, une complexité croissante des échanges qui renforcent la monétarisation de l'économie, qui est nécessaire à son tour pour soutenir le volume de l'activité économique. Cette association entre le PIB et le degré de monétarisation de l'économie a été soulignée dès la fin des années soixante par Goldsmith (1969).

Par ailleurs, le développement des marchés financiers ou d'intermédiaires bancaires peut assurer une meilleure mobilisation de l'épargne disponible et soutenir ainsi la croissance économique.

Il facilite notamment l'agglomération des ressources financières de l'économie. Ceci permet aux intermédiaires financiers de diversifier les risques associés aux projets d'investissement individuels et de proposer aux épargnants des placements à des rendements plus élevés ; ceci favorise la détention de l'épargne sous forme d'actifs financiers plutôt que sous forme d'actifs réels peu rentables. Cette réorientation de l'épargne peut à son tour renforcer davantage le développement du système financier.

1-1) L'impact de développement financier sur l'accumulation du capital :

En 1912, Shumpeter avait mis l'accent sur le rôle primordial des banquiers, qui par leur ciblage le financement des entreprises, encourage l'innovation technologique, l'accumulation du capital et stimule ainsi la croissance à travers l'accroissement du taux d'investissement, l'allocation du capital aux projets les plus productifs et l'intensification des échanges commerciaux.

Selon Levine (1997), pour arriver à cette fin les intermédiaires financiers assurent cinq fonctions principales recensées:

- 1- Acquérir des informations sur les projets et favoriser l'allocation optimale des ressources.
- 2- Faciliter les transactions financières et commerciales, la gestion des risques, et la diversification des actifs.
- 3- Assurer la surveillance des investissements, exercer des contrôles sur la gestion des projets après le financement des projets.
- 4- Assurer la mobilisation de l'épargne.
- 5- Faciliter les échanges des biens et de service.

2-Le degré de développement financier et la croissance économique :

Les études empiriques révèlent que les pays qui ont connus le taux d'épargne et d'investissement élevé ont parallèlement les secteurs financiers les plus développés, inversement dans les pays à faible croissance on constate que l'intermédiation est faible.

2-1) le développement financier comme stimulateur de la croissance

économique :

Plusieurs études empiriques menées sur la croissance ont mis en exergue le rôle primordial du développement du système financier comme facteur de promotion de la croissance économique à long terme. Effectivement, une meilleure mobilisation de l'épargne, une diversification des risques et une évaluation objective des projets d'investissement sont autant de fonctions remplies par le système financier qui peuvent expliquer cette influence positive sur la croissance.

L'un des travaux précurseurs est celui de Goldsmith(1969) qui a étudié l'évolution financière en longue période (1860-1963) de 35 économies principalement industrialisée; en faisant appel au ratio des actifs des intermédiaires financiers divisé par le produit intérieur brut et a conclu à l'existence d'un parallélisme entre le développement financier et la croissance économique. Mais l'étude de Goldsmith présente quelques points faibles¹:

- il ne tient pas compte de l'ensemble de facteurs qui influence la croissance économique.
- 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 retenus peut ne pas mesurer correctement le fonctionnement du système financier.
- L'importante corrélation entre la taille du système financier et la croissance n'identifie pas la direction de causalité.

King et Levine (1993 a) ont surmonté certaines des limites de l'étude de Goldsmith(1969).les deux auteurs examinent en coupe transversale le lien entre développement financier et la croissance économique sur un échantillon de 80 pays en développement sur la période (1960-1989) en mettant en lumière les canaux de l'accumulation du capital de la productivité globale des facteurs. Ils ont utilisé 4 indicateurs de développement financier :

- le ratio de liquidité, qui mesure la dimension des intermédiaires financiers à travers le volume des engagements liquides (monnaie, dépôt à vue et dépôts à terme des intermédiaires financiers bancaires et non bancaires) divisé par le PIB (M2 /PIB)

¹King et Levine (1993), op cite; P 30.

- le ratio du crédit bancaire accordé par les banques commerciales sur l'ensemble du crédit bancaire domestique y compris celui de la banque centrale.
- La part du crédit alloué aux entreprises privées par rapport à l'ensemble de crédit domestique.
- La part du crédit bancaire accordé aux entreprises privées par rapport au PIB.

Les deux dernières mesures concernent donc l'allocation du crédit.

King et Levine ont montré que le niveau de l'intermédiation financière est un bon indicateur pour les taux, à long terme, de la croissance économique, l'accumulation du capital et l'amélioration de la productivité ; comme ils ont démontré dans leur étude que les différents indicateurs de développement financier choisis sont positivement et significativement corrélés avec des indicateurs de croissance économique dans l'échantillon. Donc il existe une corrélation positive et significative ainsi un lien de causalité entre l'approfondissement financier et la croissance économique.

Ils confirment, par-là, l'hypothèse de la théorie néolibérale qui postule que le secteur financier agit sur l'activité réelle par le biais de l'investissement d'une part et celui de la productivité d'autre part grâce à une meilleure allocation du capital.

Quand on parle de développement financier, il faut parler des modèles de croissance endogène¹ qui permettent de formuler les interactions entre facteurs financiers et croissance, on a choisi l'étude de Macro Pagano(1993)²; Pagano s'est basé sur un modèle très simple de croissance endogène qui suppose que la production globale Y_t est fonction de la productivité du capital (A) et du stock global(K_t) :

$$[1] \quad Y = A \cdot K_t \quad \rightarrow \quad K = Y / A$$

Pagano y introduit une équation relative à l'investissement brut I_t :

$$[2] \quad I_t = K_{t+1} - (1 - \delta)K_t$$

Où le coefficient δ représente le coefficient de dépréciation du capital sur une période.

¹ Les modèles de croissance endogène indiquent que le développement des banques a un effet positif sur la croissance économique parce qu'il permet d'allouer une plus grande quantité de l'épargne aux investissements.

² M .Pagano (1993), "Financial Market And Growth: An Overview", European economic review, N° 37; P 614.

Il suppose qu'une fraction $(1-\Phi)$ de l'épargne totale est perdue dans le processus d'intermédiation financière (il s'agit du coût d'intermédiation et des règles prudentielles telles que les réserves obligatoires).

$$[3] \quad I_t = \Phi S_t$$

Le taux de croissance de l'année $t+1$ s'écrit, en tenant compte de [1] :

$$[4a] \quad g_{t+1} = \frac{Y_{t+1} - Y_t}{Y_t} = \left(\frac{Y_{t+1}}{Y_t} \right) - 1 = \left(\frac{K_{t+1}}{K_t} \right) - 1$$

Les équations 2 et 3 permettent de déduire le taux de croissance stationnaire g

$$[4b] \quad g = \frac{I + (1-\delta)K}{K} - 1 = \frac{\Phi S_t + (1-\delta)Y}{Y} - 1$$

$$= \frac{\Phi S}{Y} + (1-\delta) - 1 = \frac{\Phi S}{Y} - \delta$$

Où $s = S/Y$ est le taux d'épargne brut.

L'équation [4b] indique les trois canaux par lesquels le système peut affecter la croissance économique : i) D'abord en augmentant la proportion de l'épargne Φ nationale allouée à des investissements productifs ; selon Pagano l'augmentation de Φ peut être due à la baisse de l'inefficacité de la sphère financier. Lors de la libéralisation du secteur bancaire, l'on peut aussi à une baisse des réserves obligatoires ou des taxes associées aux transactions. ii) En suite en augmentant la productivité marginale A , grâce à la collecte de l'information et l'incitation des investisseurs à replacer leur argent dans des projets plus risquées à cause d'un partage de risque plus significatif de la part des intermédiaires financiers. iii) enfin, le secteur financier influence la croissance par l'intermédiaire du taux d'épargne s de l'économie.

Sur la base des cinq rôles principaux du système financier définis par Levine (1997) qui ont été cités préalablement, Levine, Loayaza et Beck (1999) ont montré, dans leur étude, qu'un secteur financier performant agit de façon importante et positive sur les opportunités de la croissance d'un pays. Dans leur étude, ces auteurs ont évalué l'impact du développement financier sur les performances économiques en travaillant sur un échantillon de 71 pays avec des données sur la période 1960-1995.

Les résultats obtenus révèlent que le développement financier exerce un effet positif considérable sur la croissance économique à long terme (une augmentation de 1% en

moyenne des crédits privés apportés au PIB conduirait à un taux de croissance de 3% par an en moyenne.

D'ailleurs, selon le rapport de FMI publié en 2006, parmi les pays d'Afrique subsaharienne autres que les pays producteurs de pétrole, les économies qui ont connu la croissance la plus rapide entre 1960 et 2004 sont ceux qui sont les plus développés sur le plan financier.

2-2) la relation de double causalité entre développement financier et croissance économique :

Nous avons évoqué la relation entre le développement financier et la croissance économique. King et Levine (1993) ont précisé que la causalité va du développement financier vers la croissance économique. Ils aboutissent à une relation positive et significative entre le niveau de développement initial et la croissance économique. Pour les auteurs, les institutions financières jouent un rôle important à promouvoir l'activité entrepreneuriale et la croissance de la productivité.

Il est important d'évoquer la relation inverse qui va de la croissance économique au développement financier. Patrick (1966) introduit la notion de niveau de développement dans son étude de la relation entre le développement financier et la croissance. Il considère que le sens de la causalité dépend du niveau de développement. Le développement financier engendre la croissance économique dans les premiers stades de développement ; l'auteur parle de « *supply leading* ». Les innovations financières et le développement des services financiers présentent de nouvelles opportunités pour les investisseurs et les épargnants, ce qui stimule la croissance économique. Une fois, le développement financier atteint un certain niveau, la relation entre le développement financier et la croissance économique s'inverse. L'évolution du système financier devient une réponse à l'évolution du processus de développement économique. Le développement des institutions financières et des services financiers se réalise suite à une demande faite de la part des différents agents économiques. Patrick (1966) parle alors de « *demand following* ». Jung (1986) a également confirmé que le sens de la causalité du développement financier vers la croissance économique n'est valable que pendant les premières phases de développement. Le sens de la causalité s'inverse avec le développement de l'économie.

Arestis et Demetriades (1996) ont utilisé un échantillon de 12 pays. Les résultats relatifs au sens de causalité entre le développement financier et la croissance étaient assez variés :

double causalité, causalité dans le sens croissance-développement financier et causalité dans le sens développement financier-croissance. Cette diversité des résultats est expliquée par la diversité des indicateurs de développement financier utilisés et les caractéristiques spécifiques à chaque pays. En réalité, chaque pays possède sa propre structure du système financier et ses politiques de répression financière.

Luintel et Khan (1999) ont réalisé une étude avec un échantillon composé de 10 pays. Ils ont abouti à une relation de double causalité entre le développement financier et la croissance économique pour chacun des pays de l'échantillon.

Berthélemy et Varoudakis (1994,1996) confirment également la double causalité entre le développement financier et la croissance économique. Une faible croissance entrave le développement du système financier. Ce ralentissement du développement financier provoque le ralentissement de la croissance. Les auteurs parlent alors d'un cercle vicieux. Au contraire, un taux de croissance élevé engendre un cercle vertueux. Un taux de croissance élevé soutient l'incitation à épargner, ce qui a un effet favorable sur la taille des marchés financiers. L'augmentation de la taille des marchés stimule la croissance économique¹.

En résumé, on peut conclure à l'existence d'un lien à double sens entre la sphère réelle et la sphère financière. Ainsi, vu l'importance du rôle joué par le développement financier dans la croissance économique grâce à l'augmentation de l'épargne destinée à l'investissement et à la réduction du coût marginal d'intermédiation, cette croissance a même un effet positif et crucial sur le niveau de développement financier.

2-3) les études ayant trouvé un impact mitigé entre développement financier et croissance économique :

Malgré la multitude des travaux de recherche qui trouvent le lien positif entre développement financier et la croissance économique, une littérature émergente met en doute la solidité de cette relation.

L'un des arguments avancé par ces auteurs est que la répression et l'instabilité liées au développement financier freinent la croissance économique et anéantissent les effets positifs

¹ Turunç.G, « Développement Du Secteur Financier et Croissance: Le Cas Des Pays Méditerranéens»; université Montesquieu Bordeaux, N° 10, 1999, P35.

liés au développement financier¹. Dans cette même vision, d'autres auteurs évoquent les conséquences des imperfections des marchés financiers sur la croissance. En effet, l'asymétrie d'informations et les imperfections particulières du secteur financier se traduisent par des contraintes financières à la croissance.

Selon Emable et Chatelain(1995) traitent la relation finance et croissance économique sous l'angle de l'imperfection des marchés. Effectivement, ils considèrent que la concurrence imparfaite entre les intermédiaires financiers, le risque de divulgation d'informations stratégique de la part d'un financier privilégié ...etc. sont des facteurs susceptibles d'influer sur l'efficacité des systèmes financiers et les performances de la croissance des économies.

Gregorio et Guidotti(1995)² élargissent l'échantillon et montre que s'il est divisé en trois groupes de pays selon le niveau initial de revenu par tête, la corrélation entre développement financier et la croissance augmente et devient significative au fur et à mesure que le niveau de revenu initial par tête diminue. En outre lorsque les auteurs restreignent l'échantillon aux seuls pays d'Amérique latine, ils trouvent un impact négatif et significatif du développement financier sur la croissance. Ce résultat assez surprenant peut s'expliquer par le fait que dans les années 70 et 80, les pays Latino-Américaines ont connu un épisode de libéralisation financière rapide qui a été suivi par des crises financières récurrentes. Cette libéralisation financière s'est faite dans un contexte d'environnement légal et de régulation non appropriés, et par conséquent a conduit à un système fragile. Comme le montre Diaz-Alejandro (1985)³, qui analyse que la libéralisation financière des années 70 en Amérique latine avec la faible régulation et la garantie implicite des pouvoirs publics a conduit à une hausse excessive des prêts. De ce fait un système financier avec un volume élevé de crédit peut révéler un système financier fragile, et non un système financier efficace.

En définitive, à travers la revue de littérature exposée, nous avons évoqué la relation entre le développement financier et la croissance économique. King et Levine (1993) ont précisé que la causalité va du développement financier vers la croissance économique. Ils aboutissent à une relation positive et significative entre le niveau de développement initial et la croissance économique. Bien que la plupart des études ont abouti l'existence de la relation positif, mais ils ne sont pas toujours d'accord sur le sens de causalité.

¹Othman.J. « Libéralisation Financière, Rationnement de Crédit et D'investissement au Maroc »; Mai 1998, P43

² K.Kpodar (2004), « Le Développement Financier et La Croissance»; Université D'Auvergne, Septembre, P54.

³ Diaz .A. « Good Bye Financial Repression, Hello Financial Crash»; Journal of Financial Development Economic, vol.19, P24.

Ainsi, d'autres auteurs précisent l'existence d'une relation défavorable entre développement financier et la croissance économique, en raison du risque de réduction de la collecte de l'épargne. Ceci peut se produire si la meilleure protection contre le risque que fournissent les intermédiaires et les marchés financiers conduit à une réduction de l'épargne (en cas d'aversion au risque supérieure à un). Par surcroît, la fourniture de crédit aux ménages peut accroître leur consommation et réduire leur taux d'épargne.

La relation de causalité entre le développement financier et la croissance se diffère selon les caractéristiques des pays, l'échantillon et la période utilisée dans l'étude.