



HAL
open science

Le développement financier pour les pays du sud de la Méditerranée à l'épreuve de la mondialisation financière

Samouel Beji

► **To cite this version:**

Samouel Beji. Le développement financier pour les pays du sud de la Méditerranée à l'épreuve de la mondialisation financière. Economies et finances. Université Paris-Nord - Paris XIII, 2009. Français. NNT: . tel-00448668

HAL Id: tel-00448668

<https://theses.hal.science/tel-00448668>

Submitted on 19 Jan 2010

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

**UNIVERSITE PARIS XIII-NORD
« U.F.R. DE SCIENCES ECONOMIQUES »**

N° attribué par la bibliothèque

| | | | | | | | | | |
|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|
| | | | | | | | | | |
|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|

THÈSE

Pour obtenir le grade de
DOCTEUR DE L'UNIVERSITÉ PARIS XIII
(Arrêté du 07 août 2006)

Discipline : Sciences Economiques

Présentée et soutenue publiquement par

Samouel Béji

11 décembre 2009

**LE DEVELOPPEMENT FINANCIER POUR LES PAYS DU SUD DE LA
MEDITERRANEE A L'EPREUVE DE LA MONDIALISATION
FINANCIERE**

Directeur de thèse : Monsieur Dominique PLIHON

MEMBRES DU JURY

M. Pierre SALAMA, Professeur à l'Université Paris XIII-Nord (Président du Jury).

M. Lotfi BOUZAIANE, Professeur à l'Université Tunis El Manar (Tunisie).

M. Dominique PLIHON, Professeur à l'Université Paris XIII-Nord.

Rapporteurs :

Mme Hélène RAYMOND, Professeur à l'Université Paris X-Nanterre.

M. Dhafer SAIDANE, Maître de conférences HDR à l'Université Lille III.

L'Université Paris-Nord n'entend donner aucune approbation ou improbation aux opinions émises dans les thèses. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

Remerciements

Je tiens à exprimer mes plus vifs remerciements à Monsieur Dominique PLIHON, mon directeur de thèse, pour m'avoir accepté sous sa direction, pour son soutien, sa disponibilité et ses remarques toujours pertinentes qui m'ont aidé dans l'accomplissement de ce travail et dans mon apprentissage de la recherche. Je tiens à lui exprimer ma profonde reconnaissance et ma gratitude.

Mes remerciements s'adressent aussi à toute l'équipe pédagogique et le secrétariat du CEPN, spécialement à Monsieur Mamadou CAMARA, Madame Donatella GATTI, Mademoiselle Antonia LOPEZ et Monsieur Joël OUDINET pour leurs remarques, conseils et autres suggestions lors des ateliers doctorants auxquels j'ai pu participer en vue d'améliorer la qualité de ce travail.

Je tiens à remercier tous les doctorants du CEPN pour l'entente et l'esprit de solidarité qui ont caractérisé nos relations. Mention spéciale aux occupants du bureau J214 : Souleymane Astou DIAGNE, Jean Baptiste GOSSE et Cyriac GUILLAUMIN pour leur soutien logistique, matériel, moral et leurs conseils précieux. Je remercie aussi ma collègue, Darine YOUSSEF, avec qui j'ai collaboré pour la rédaction de la deuxième partie de l'étude économétrique, qui a fait l'objet d'un article présenté dans plusieurs séminaires. Mes sincères remerciements vont également à Mademoiselle Géraldine MUNSCH, Mademoiselle Yveline BOUET et à Monsieur Cheikh Mosbah LAFI pour le travail de relecture et de correction effectué.

*A mes parents,
A ma sœur,
A mon frère,
și pentru tine, pisica mea.*

Sommaire

| | |
|---|-----|
| <u>Introduction générale</u> | 5 |
| <u>Chapitre I</u> | 16 |
| <u>L'importance du développement financier dans la croissance économique ...</u> | 16 |
| I. Les contributions du développement financier à la croissance économique..... | 17 |
| II. Les contributions du développement financier à la croissance économique : les théories critiquant la nécessité de la libéralisation financière | 50 |
| <u>Chapitre II</u> | 71 |
| <u>Le développement financier dans les pays de la rive sud de la Méditerranée .</u> | 71 |
| I. Evaluation des agrégats monétaires et des taux d'intérêt..... | 71 |
| II. Les secteurs bancaire et non bancaire | 79 |
| III. La qualité de l'environnement politique et institutionnel..... | 91 |
| <u>Chapitre III</u> | 106 |
| <u>Le gradualisme et la régulation financière comme stratégies de développement financier</u> | 106 |
| I. Le gradualisme dans le processus de libéralisation financière totale | 108 |
| II. Les pratiques de la régulation financière et des contrôles de capitaux | 130 |
| <u>Chapitre IV</u> | 158 |
| <u>Deux expériences de régulation financière : la Corée et la Chine</u> | 158 |
| I. L'expérience coréenne de libéralisation financière..... | 158 |
| II. L'expérience chinoise d'ouverture financière..... | 186 |
| <u>Chapitre V</u> | 209 |
| <u>Le lien entre le développement institutionnel et le développement financier</u> | 209 |
| I. Présentation des théories liant le cadre légal au développement financier | 211 |
| II. L'importance du capital social dans le développement financier | 231 |
| <u>Chapitre VI</u> | 246 |
| <u>Etude économétrique des déterminants du développement financier dans un cadre de mondialisation financière, et son incidence sur la croissance économique</u> | 246 |
| I. Etude de la relation entre le développement financier, l'ouverture financière et le développement institutionnel..... | 247 |
| II. La relation entre le développement institutionnel, la régulation bancaire et le développement bancaire | 280 |
| <u>Conclusion Générale</u> | 298 |

Introduction générale

Le système financier revêt une importance toute particulière dans les efforts de développement et de croissance pour les différentes économies du monde, quels que soient l'emplacement géographique, le cadre temporel et le degré d'industrialisation. C'est un constat que de nombreux économistes s'accordent à admettre, en se basant sur des études aussi bien théoriques qu'empiriques qui confirment l'existence d'un lien étroit entre le degré de développement de l'appareil financier et le taux de croissance de l'économie. Ceci dit, le sens de causalité entre les deux types de développement, de même que les canaux par lesquels l'un agit sur l'autre, n'ont pas fait l'unanimité pour autant entre les théoriciens.

Il est vrai aussi que cette affirmation n'a pas toujours été partagée par les différents courants de pensée en sciences économiques, pour différentes raisons. Ainsi, l'école classique et ses ténors, A. Smith (1776) et D. Ricardo (1817) considèrent qu'il y a une dichotomie totale entre la sphère réelle et la sphère financière, ce qui se traduit dans la pratique par une inexistence de connexion entre le système financier et les différents indicateurs de l'économie réelle, tels que le taux de croissance du PIB, le taux d'investissement, le taux d'épargne, etc. Cette idée puise son essence dans l'équation des échanges de Fisher et son corollaire, la théorie quantitative de la monnaie, qui stipule que toute augmentation de la masse monétaire se traduit par un accroissement correspondant et dans les mêmes proportions du niveau général des prix, sans que cela soit accompagné par une incidence sur le niveau de la production.

Après la crise de 1929, et la publication de « La Théorie Générale » de J. M. Keynes en 1936, il y a eu une prise de conscience de l'effet que pouvait avoir la sphère financière sur la sphère réelle. En effet, J. M. Keynes (1936) explique que par le biais du taux d'intérêt, le système financier peut contribuer à la croissance économique. Il montre qu'en agissant sur une variable monétaire (par exemple la masse monétaire dans une économie) en l'augmentant, il y aura une baisse du taux d'intérêt, laquelle encouragera les investisseurs, puisque le taux d'intérêt est ici perçu comme le « prix » de la monnaie. Ce mécanisme aura une incidence directe sur l'emploi, la production et donc le développement et la croissance de l'économie. J. M. Keynes (1936) a découvert ainsi une « sensibilité » du développement économique par rapport au système financier. Cette idée n'a pas manqué de faire des émules parmi les théoriciens.

Toutefois, les affirmations de J. M. Keynes (1936) après la crise de 1929 ont été fortement critiquées par la crise du début des années soixante-dix et l'épisode de la « stagflation ». Malgré cela, le consensus sur le rôle de catalyseur de la finance dans la croissance n'a pas été ébranlé, mais c'est plutôt la manière avec laquelle le financier agit sur l'économie et le sens de la causalité entre les deux sphères qui ont été sujets à débats.

Partant de cette idée, les économies du monde entier ont essayé, depuis la parution de « La Théorie Générale », de tirer profit des potentialités que représente le système financier, en essayant de trouver les meilleures dispositions afin d'optimiser son usage dans les efforts de développement. Les adeptes de la vision classique, toujours fidèles à leurs principes de respect du marché, considèrent qu'il convient d'accorder une confiance totale à la « main invisible » pour assurer l'équilibre du marché financier et par conséquent l'allocation la plus efficace des ressources financières de l'économie. Pour cela, ils ont essayé de propager l'idée de la « libéralisation financière », politique allant à l'encontre de celle de la finance administrée. Cette dernière est le fruit des enseignements de J. M. Keynes (1936), qui préconise que le maintien d'un taux d'intérêt bas stimule l'investissement créateur du revenu. Ainsi, plusieurs pays, des plus développés, ont suivi des politiques de finance administrée pendant très longtemps ; elles consistaient à veiller à maintenir de faibles taux d'intérêt réels afin d'encourager l'investissement, à encadrer et à diriger la distribution des crédits vers les secteurs jugés prioritaires, à contrôler les changes et à renforcer la présence de l'Etat dans le système financier à travers ses institutions. Cette protection des systèmes financiers était bénéfique, aussi bien que productive, pour tout l'appareil économique des pays l'ayant adoptée, puisqu'ils ont pu promouvoir leurs industries et relancer l'investissement et donc la croissance et le développement. Pour illustrer ce point de vue, nous pouvons nous référer au cas de la France qui avait, pendant les années soixante et soixante-dix, un système financier profondément régulé et catalyseur de la période des « Trente Glorieuses ». C'était le cas aussi de nombreux autres pays européens, qui ont adopté la même démarche et ont connu le même succès.

R. McKinnon (1973) et E. Shaw (1973) furent les premiers économistes à critiquer cette politique. Ils ont suggéré la levée des restrictions qui pèsent sur le système financier, l'abandon définitif des mesures protectionnistes des systèmes financiers, et de laisser les mécanismes du marché agir librement afin d'assurer la meilleure allocation possible des ressources financières. Beaucoup de pays dits émergents se sont inspirés des travaux de R.

McKinnon (1973) et E. Shaw (1973) pour mener des politiques de libéralisation financière dès la fin des années soixante-dix. Or, il s'avère que ces politiques ont amené ces pays (dès le début des années quatre-vingt-dix) à connaître des situations de récession et de marasme économique dues essentiellement à des crises financières suivies par des crises de balances de paiements (crise de change), appelées communément « les crises jumelles ». Les études réalisées pour cerner les causes de ces crises ont conclu, pour la plupart, qu'une politique de libéralisation financière s'accompagne souvent par une entrée massive de capitaux qui provoque une inflation et un début de formation de bulles spéculatives. D'autre part, cette entrée de capitaux engendre une surévaluation de la monnaie nationale, renchérit les exportations nationales pour les importateurs étrangers, mène à une contraction de la production et freine par conséquent la croissance. Cette situation de récession provoque une panique, qui incite les investisseurs étrangers à retirer brusquement leurs fonds des banques nationales. Etant donné l'importance du secteur bancaire dans ces pays, les conséquences que pourrait avoir un retrait brusque et massif de fonds de ces investisseurs peuvent être dramatiques sur la balance des paiements, précipitant la crise de change. Un autre élément important, qui a contribué à la réalisation des crises voire à l'aggravation de leurs conséquences, est le passage à une politique de libéralisation financière sans la satisfaction d'un certain nombre de conditions préalables et de préludes à l'adoption d'une telle politique. Ces conditions jouent le rôle de filets de sécurité et de garanties contre les effets néfastes des brusques changements d'humeur du marché, inhérents au capitalisme moderne. De l'avis de R. McKinnon (1973) même, l'instigateur de cette politique, il convient de procéder par étapes dans la démarche vers la libéralisation financière. C'est ce qu'il a appelé le « *sequencing* », ou le gradualisme dans l'acheminement vers la libéralisation financière. Les motifs qui justifient cette nécessité du procédé par séquences, s'expliquent par la nature particulière de la libéralisation financière qui ne peut pas être considérée comme la libéralisation commerciale. Les économistes libéraux considèrent que la libre circulation des capitaux qui suit la libéralisation financière, apportera les mêmes avantages que la liberté des échanges de biens et services. J. Bhagwati (1998), pourtant partisan de la liberté des échanges, a critiqué ce point de vue, considérant que ce raisonnement par analogie ne peut pas être applicable. En effet, les mouvements de capitaux présentent des caractéristiques qui les différencient fondamentalement des flux commerciaux. D'une part, l'historien C. Kindleberger (1978) a montré que les marchés de capitaux sont à toutes les époques soumis à des mouvements d'emballement, d'euphorie et de panique. A ce propos, l'histoire nous a enseigné que les mouvements d'entrées et de sorties de capitaux peuvent avoir un rôle fortement déstabilisant

en période de crise. D'autre part, les suites de ces mouvements spéculatifs étaient toujours lourdes de conséquences pour les pays les ayant subis, et peuvent même toucher d'autres pays non concernés par ces mouvements par des effets de contagion¹.

Toujours dans le souci de recherche des facteurs du développement financier, il y a eu récemment l'émergence d'une théorie qui défend la nécessité de se doter des principes d'une « bonne gouvernance » afin d'instaurer un cadre institutionnel idéal au fonctionnement de tout système financier. Ceci correspond au contrôle de la corruption et à la lutte contre la bureaucratie ; la sécurité des déposants et le respect du droit des actionnaires et des créanciers ; et l'application rigoureuse des contrats établis². Le passage à une libéralisation financière, intrinsèquement génératrice d'instabilité, nécessite la présence d'un tel cadre propice à tout programme d'ouverture financière. Faute de quoi, le système financier ouvert à la concurrence internationale n'hériterait que des inconvénients de la finance globalisée.

Les conséquences parfois désastreuses de la libéralisation financière et le manque d'infrastructures institutionnelles solides, n'ont pas empêché les pays du sud de la Méditerranée (PSM), qui présentent des caractéristiques comparables, d'essayer d'emboîter le pas aux autres pays en développement. En témoigne l'adoption, dès les années quatre-vingt, des plans d'ajustement structurel (PAS) pour nombre d'entre eux, qui comprenaient entre autres, des mesures de libéralisation financière. Il ne faut pas omettre de souligner ici, le rôle prépondérant qu'ont joué les institutions financières internationales (IFI), en l'occurrence le Fonds monétaire international et la Banque mondiale, dans la promotion de ces mesures, voire leur imposition par l'application du principe de la « conditionnalité » lors de l'octroi de leurs aides. Ces mesures, bien qu'elles prétendent être fondées sur la rationalité économique, en postulant que le libéralisme économique est le seul garant du développement, sont aussi fondées sur des raisons politiques. En effet, après la « *révolution conservatrice* » caractérisée par la montée au pouvoir de Ronald Reagan aux Etats-Unis et de Margaret Thatcher en Grande Bretagne au début des années quatre-vingt, il y a eu une consécration de la doctrine néolibérale qui représente le fondement du « *consensus de Washington* ». L'idée centrale de ce consensus est que le bien-être collectif, le développement et l'épanouissement des nations passent par l'ouverture des frontières, la libéralisation du commerce et de la finance, les privatisations et la substitution de l'initiative privée aux politiques publiques. Dès la fin des

¹ Boyer. R, Dehove. M et Plihon. D (2004) : « Les crises financières », *La documentation française*, Paris, p. 190.

² Saïdane. D (2002) : « Systèmes financiers et transition : Où en est-on ? », *Revue d'études comparatives Est-Ouest*, Vol 33, N°4, p. 29.

années soixante-dix, les Etats-Unis et la Grande-Bretagne ont inspiré d'autres pays qui ont mis en œuvre des politiques de réformes axées sur la libéralisation et la déréglementation. Ces politiques s'appliquent particulièrement à deux domaines-clés : le marché du travail et le système financier¹. A cet égard, les institutions financières internationales (IFI) – Banque mondiale et Fonds monétaire international - étaient les relais et les porte-voix des principes économique-politiques du consensus de Washington.

Les pays du bassin sud de la Méditerranée n'ont pas dérogé à la règle et ont subi les recommandations des IFI qui appliquaient, en fait, des politiques financières dites standards, pour l'ensemble des pays en voie de développement, dans l'espoir de les faire monter dans la locomotive de la mondialisation pilotée par les Etats-Unis et œuvrant pour la propagation du modèle de marché. En effet, après la fin de la guerre froide et l'effondrement du bloc soviétique qui a consacré la suprématie du modèle américain « libéral » par rapport à la doctrine communiste, il y a eu la propagation à travers le monde des idées libérales d'inspiration classique aussi bien dans le domaine économique qui demeure, du reste, plus sensible que tous les autres domaines. Ainsi, il y a une sorte d'uniformisation des modèles de gouvernance, ayant toujours comme point de départ et d'appui, la doctrine de l' « économie de marché » défendue pendant et après la guerre froide, par les prosélytes du libéralisme par tous les moyens politiques et même militaires, sous couvert d'une quête absolue de démocratie et de dignité humaine. Cette doctrine stipule que le marché est la seule institution susceptible d'assurer l'allocation la plus efficace des ressources. Il faut donc que le marché soit régi par les lois de la concurrence pure et parfaite, autrement dit, il faut que le marché soit libéralisé et que soit exclue toute forme d'interventionnisme. Cette globalisation de la « culture » du marché est ce qui est appelé aujourd'hui « la mondialisation », qui n'est autre que la tentative de réalisation d'une unité politico-économique du monde, considéré désormais comme une entité homogène.

L'objectif principal de cette thèse est de montrer que la résistance à cette mondialisation galopante, pour ce qui est de son aspect financier, est possible pour les PSM. Cette résistance peut se traduire par la réalisation du développement économique par le biais du développement financier, tout en suivant une démarche différente de celle qui est inspirée par le « consensus de Washington » et dictée par les IFI. Il s'agit de montrer les avantages de suivre une démarche progressive et graduelle où l'Etat tient son rang, tout en se basant sur

¹ Plihon. D (2003) : « Le nouveau capitalisme », *Editions La Découverte*, Paris, p. 24.

une régulation financière appropriée. Le rôle des institutions n'est pas occulté dans ce schéma. Les récentes études empiriques et théoriques sur le sujet ont souligné l'importance, surtout dans un cadre de mondialisation financière génératrice d'instabilité, de se doter d'une infrastructure institutionnelle adéquate. Le contrôle de la corruption, le respect des principes démocratiques, le respect des lois et de l'autorité législative sont autant d'éléments importants liés à la réussite d'une politique d'ouverture financière. Néanmoins, l'expérience de quelques pays en développement nous a enseigné, qu'il n'existe pas un seul modèle de développement institutionnel. Autrement dit, il n'y a pas un seul type de « bonnes institutions », et il en existe d'autres qui peuvent s'y substituer, jouer le même rôle et offrir les mêmes garanties au développement financier, même en l'absence de l'infrastructure politique et institutionnelle conventionnelle.

Pour ce faire, nous avons choisi de présenter cette thèse en six chapitres. Dans le premier, nous essayons de mettre en évidence l'intérêt du choix de la thématique du développement financier. Etant un élément central dans toute économie, le développement financier a suscité les débats quant à la réalité de sa connexion avec la sphère réelle. Un survol de la théorie économique sur ce lien est dressé dans le cadre de ce chapitre. Notre point de vue est différent des recommandations du courant théorique dominant qui assimile, tout simplement, le développement économique à la libéralisation financière. Nous montrons que selon la nouvelle vision du développement financier dans un cadre de mobilité de capitaux, il convient de satisfaire des niveaux seuils de développement institutionnel, de stabilité macroéconomique et d'ouverture commerciale, pour que l'expérience de l'ouverture financière internationale se traduise par un succès par rapport au développement financier et donc par la croissance économique.

Le deuxième chapitre consiste à dresser un état des lieux des systèmes financiers des pays de la région. L'objectif de l'exposé est l'évaluation des progrès réalisés et du chemin qui reste à faire pour les systèmes financiers concernés. Cette étude sert aussi à dégager les faiblesses et les forces des appareils financiers de l'ensemble des pays, ainsi que leur classification en fonction du degré de développement financier. Au vu des enseignements de la théorie économique étudiée au premier chapitre sur l'existence d'effets seuils de développement institutionnel et réglementaire, le deuxième volet de cette étude est consacré à l'analyse des aspects institutionnels relatifs à l'infrastructure légale et politique pour l'ensemble des pays. L'avantage de cette étude est qu'elle est faite à partir de deux sources de

données sur la qualité institutionnelle. Il s'agit de la base de *l'International Country Risk Guide* qui représente une référence concernant les données institutionnelles utilisées par tous les théoriciens travaillant sur le développement institutionnel (P. Demetriades et S. Law 2005, H. Ito 2006, M. Klein 2005, M. Chinn et H. Ito 2006, etc.) et la base des « profils institutionnels » élaborée par le ministère français de l'Economie, des Finances et de l'Industrie (MINEFI). Des statistiques relatives à la qualité et à la pratique de la réglementation financière sont aussi présentées et analysées dans ce volet relatif à l'étude de l'état des institutions dans les PSM.

Le troisième chapitre présente, outre la distinction entre le concept de libéralisation financière interne et externe, les bases de la politique de libéralisation financière graduelle. Autrement dit, les conditions nécessaires à satisfaire avant d'envisager une ouverture financière totale sans risques et sans hériter de ses inconvénients évoqués au premier chapitre. La régulation financière représente l'ossature de cette politique, de même que la politique des contrôles des capitaux comme forme de régulation et de résistance à la mondialisation financière. L'intérêt de ce chapitre est de donner une forme, même sur la base d'affirmations théoriques, à la politique de libéralisation financière défendue dans cette thèse. Une politique qui laisse une place de choix à l'interventionnisme étatique dans le pilotage de cette démarche. Notons à cet égard, que même l'interventionnisme étatique, dans la conception de cette forme de régulation, n'est pas sans risques. C'est la raison pour laquelle nous exposons aussi, les différentes approches de la régulation financière, en insistant sur celle qui prône l'indépendance des agences de supervision. L'avantage de cette approche est qu'elle permet d'éviter les risques d'un abus de pouvoir de la part des instances politiques assurant la régulation. Cet abus se caractérise par un détournement des fonds bancaires pour financer des projets n'obéissant pas à la rationalité économique (financement de campagnes électorales, paiement de pots-de-vin, etc.)

Le quatrième chapitre est dédié à l'étude d'expériences de deux pays en développement ayant vécu la transition vers la libéralisation financière totale. Il s'agit de la Corée du Sud et de la Chine. L'objectif de ce chapitre est de fournir des preuves tangibles de la viabilité des recommandations théoriques du chapitre précédent. En effet, aussi bien pour la Corée que pour la Chine, la place de l'Etat était importante dans la mise en œuvre et l'application des réformes financières. Ce sont deux pays qui ont opté pour une forte réglementation de leurs systèmes financiers et pour un contrôle rigoureux des capitaux. Ce furent aussi deux pays qui

ont réussi la transition vers la libéralisation financière, en adoptant une démarche prudente et graduelle. Toutefois, nous avons choisi d'évoquer ces deux cas même s'ils présentent beaucoup de similitudes, parce que leur élément de divergence met en valeur le point que nous défendons dans cette thèse, à savoir l'importance de satisfaire les conditions préalables et surtout le maintien d'une politique prudente et graduelle même après l'ouverture. L'autre point de divergence entre les deux pays, découlant du premier, est que la Corée a connu la crise qui a secoué la région du Sud-Est asiatique en 1998, alors que la Chine ne l'a pas vécue. L'explication réside dans la précipitation au niveau de la conduite des réformes en Corée et dans l'ouverture brusque après des années de régulation et de rigueur financière. L'autre point d'intérêt de ce chapitre, est qu'il a confirmé l'importance d'un autre type de développement institutionnel dans la conduite des réformes financières précédant l'ouverture financière totale, étant donné que la Chine s'est basée sur une structure institutionnelle informelle pour mener à bien sa transition vers la libéralisation financière. Il s'agit du concept de « capital social ».

Le cinquième chapitre présente les différentes théories sur le lien entre le développement institutionnel et le développement financier. Ayant pris connaissance, dès le premier chapitre, de l'existence de seuils de développement institutionnel nécessaires à toute politique de développement financier dans un cadre de mobilité des capitaux, nous étudions l'existence de ce lien à travers les théories et les différentes approches traitant ce sujet. L'étude de ces théories, conjuguée à l'expérience de la libéralisation financière de la Chine, montre qu'il n'existe pas un unique modèle de développement institutionnel. La Chine a pu mobiliser les capacités de son appareil financier au service de la croissance économique, tout en accusant un déficit démocratique évident et une faiblesse de son infrastructure institutionnelle ; d'où la notion du capital social qui joue le rôle d'une structure institutionnelle informelle, et qui remplace le rôle joué par les institutions informelles. Nous essayons, dans le chapitre suivant, de calculer les seuils évoqués du développement institutionnel, en n'oubliant pas de prendre en considération la possibilité d'existence d'une structure informelle, sous la forme d'un capital social développé.

Le sixième chapitre est la partie économétrique de la thèse. L'analyse de la situation du développement financier dans les pays de la région, menée dans le deuxième chapitre, révèle un déficit institutionnel et une qualité « médiocre » de l'environnement légal, qui empêche le système financier de se développer et de se prémunir contre les risques inhérents à une

ouverture financière hâtive. Ce chapitre est composé de deux parties. Dans la première, nous montrons, par une étude économétrique sur des données de Panel comprenant les 10 pays concernés sur la période 1980-2005, qu'une ouverture financière dans l'état actuel de l'environnement institutionnel et légal ne peut produire que le contraire du développement financier. En effet, nous avons mis en exergue que l'ouverture financière est quasiment préjudiciable pour tous les PSM, étant donné la qualité de leur environnement institutionnel et légal actuel. Conformément à la nouvelle perspective du développement financier dans un cadre de mobilité internationale des capitaux, exposée au premier chapitre, nous avons calculé des seuils de développement institutionnel à partir desquels les PSM peuvent prétendre à une libéralisation financière externe. En s'inspirant des enseignements du chapitre quatre relatif à l'expérience de libéralisation financière de la Chine, ainsi que des enseignements théoriques de la deuxième section du chapitre cinq sur l'importance du capital social, l'intérêt est aussi porté sur le calcul du seuil d'un autre type de développement institutionnel. L'intuition est que même si les PSM n'arrivent pas à satisfaire les minima relatifs aux indicateurs du développement institutionnel standard, il se peut qu'ils satisfassent les conditions d'un développement institutionnel alternatif, comme c'était le cas pour la Chine. Il a été question aussi, dans cette première étude, de tester l'importance du gradualisme dans le processus de libéralisation. A cet égard, nous avons essayé de savoir si la libéralisation commerciale est une condition nécessaire ou non à l'ouverture financière, et s'il y a une relation inverse entre les deux types d'ouverture. Dans la deuxième étude empirique que comporte ce dernier chapitre, nous avons essayé de mesurer l'impact du développement institutionnel (dans ses deux dimensions : formelle et informelle), de la régulation financière et du développement économique sur le développement bancaire pour l'ensemble des pays du MENA. Nous avons aussi essayé de voir l'influence que peut exercer le développement économique sur le développement bancaire. L'intérêt de cette étude est de tester empiriquement les recommandations liées à la nécessité d'avoir une forte régulation financière et une infrastructure institutionnelle solide telles qu'elles sont prônées dans le troisième et le cinquième chapitre. Le choix du développement bancaire au lieu du développement financier, s'explique par la prépondérance du secteur bancaire dans les pays de la région en comparaison au financement de marché, et aussi par la quasi-inexistence, dans la littérature empirique, d'études sur le développement bancaire en particulier pour les pays qui nous concernent. L'échantillon a été élargi pour contenir l'ensemble des pays du Moyen-Orient, pour des raisons, exclusivement, d'ordre technique. En effet, il y a un risque d'endogénéité qui apparaît pour l'estimation de ces deux équations. La méthode la plus appropriée pour

traiter ce genre de problème est la méthode du GMM. Or, pour pouvoir utiliser cette méthode dans les meilleures conditions possibles, il convient d'avoir un échantillon large de pays sur une période assez longue ; d'où l'idée de rajouter les pays du Moyen Orient à l'échantillon de la première étude.

L'importance du développement financier dans la croissance économique

La prise de conscience de l'importance d'un système financier résilient et performant dans l'appui et le soutien aux efforts de croissance, a fait que les pays, qu'ils soient développés ou en développement, essayent de l'exploiter au mieux, en prenant soin d'opter pour les stratégies et les politiques qui leur semblent les plus efficaces. Cette prise de conscience repose sur l'hypothèse selon laquelle, le secteur financier peut, en se développant, entraîner un développement du secteur réel. Encore faut-il s'entendre sur ce qu'est le développement financier en lui-même et savoir comment il arrive à avoir une influence sur le développement économique et la croissance.

Pour ce premier chapitre, nous avons jugé nécessaire de commencer, dans la première section, par la définition du concept de développement financier tel qu'il sera considéré tout au long de ce travail. Il s'agit du développement financier selon l'approche fonctionnelle de R. Levine (1997), qui juge un système financier donné à partir des fonctions qu'il occupe et accomplit. Dans le cadre de cette définition, nous avons adopté aussi la vision de M. S. Emran et J. Stiglitz (2007) par rapport à la nécessité d'introduire la concurrence entre les établissements financiers. Cette approche se démarque de la vision orthodoxe qui considère que la concurrence sur les marchés financiers et bancaires sera bénéfique au développement de ces derniers, comme c'est le cas des marchés des biens et services. Ensuite, et toujours dans la même première section, nous passons en revue les principales théories développées sur la relation entre la croissance et le développement financier, afin de mieux saisir les raisons et les fondements théoriques qui expliquent la nécessité, pour les PSM, de développer leurs systèmes financiers. Dans le cadre de cette revue, nous avons relevé la domination, au sein de la littérature théorique et empirique dédiée à ce sujet, de la théorie de la libéralisation financière défendue par R. McKinnon (1973) et E. Shaw (1973). La deuxième section de ce chapitre est consacrée à la critique de cette théorie, aussi bien dans le cadre d'une économie fermée que dans le cadre d'une économie d'ouverture. C'est cette critique qui nous a permis de découvrir l'approche des seuils de développement nécessaire à la réalisation du développement financier dans le cas d'une mobilité internationale des capitaux, et notamment l'importance de la dimension institutionnelle dans ce processus d'adaptation à un

environnement financier globalisé.

I. Les contributions du développement financier à la croissance économique

Dès le XVIII^{ème} siècle, A. Smith (1776) a traité, dans la « *Richesse des Nations* », du rôle joué par les banques dans la facilitation des affaires commerciales. Il affirme que les opérations bancaires permettent de développer l'industrie du pays. Il précise : « *Ainsi toute augmentation ou diminution dans la masse des capitaux tend naturellement à augmenter ou à diminuer réellement la somme de l'industrie, le nombre de gens productifs, et par conséquent la valeur échangeable du produit annuel des terres et du travail du pays, la richesse et le revenu réel de tous ses habitants.* »¹. Au XIX^{ème} siècle, W. Bagehot (1873) a attiré l'attention sur le rôle fondamental joué par le système financier britannique dans la mobilisation et l'allocation des ressources financières aux emplois les plus productifs². Une large partie de la littérature traitant de la relation qui lie le développement financier à la croissance économique, évoque les travaux précurseurs de J. Schumpeter (1911), qui notent l'impact positif que peut avoir le développement du secteur financier d'un pays donné sur son taux de croissance par tête. L'argument essentiel que développe J. Schumpeter (1911) pour défendre son point de vue est que les services fournis par le secteur financier (principalement l'allocation du capital aux projets présentant les meilleures opportunités de profit sans risques potentiels de pertes dues à l'aléa moral, à la sélection adverse ou à des coûts de transactions élevés) représentent un véritable propulseur de l'activité économique. Les travaux empiriques effectués à l'époque ont semble-t-il donné raison à ces affirmations. Un peu plus tard, J. Gurley et E. Shaw (1960) ont attiré l'attention sur le rôle du canal du crédit et plus particulièrement sur le rôle des institutions financières dans l'offre des fonds pour financer l'activité réelle. Ils ont aussi défendu l'idée que les différences entre les systèmes financiers expliquent les différences des niveaux de développement économique³. Rétrospectivement, R. Hicks (1969) souligne l'importance des innovations financières qui ont eu lieu au XVIII^{ème} siècle, dans la réussite de la première révolution industrielle. Toutefois, la question soulevée suite à l'émergence de cette littérature était de savoir si le secteur financier jouait effectivement un rôle dans le développement économique, ou si le développement financier

¹ Smith. A (1776) : « Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations », Gallimard (édition 1976), Paris, p. 167 cité dans Saïdane. D (2002) : *op. cit.*, p. 6.

² Abouch. M et Ezzahid. E (2007) : « Financial Development and Economic Growth Nexus : The Moroccan Case », 11^{èmes} Rencontres Euro-méditerranéennes, Nice 15-16 novembre 2007, p. 2.

³ Trabelsi. M (2002) : « Finance and Growth : Empirical Evidence from Developing Countries, 1960-1990 », Cahiers du Centre de Recherche et Développement en Economie (CRDE), Université de Montréal, N°13, p. 1.

suivait « passivement » et par voie de conséquence un vaste et rapide mouvement d'industrialisation, comme l'a particulièrement souligné J. Robinson (1952) qui considère que « *où les firmes mènent, la finance suit* ». Mais l'apport le plus important stipulant la neutralité de la finance date de 1958 avec la théorie de F. Modigliani et M. Miller, même si celle-ci est plutôt d'ordre microéconomique. Ils ont démontré, dans un monde sans impôt et sans coût de transaction, que la valeur de l'actif économique est indépendante de la façon dont cet actif économique est financé entre dettes et capitaux propres. Ce théorème a été modifié une première fois en 1963 par l'intégration de la fiscalité des entreprises. Dans ce cadre là, F. Modigliani et M. Miller (1958) ont démontré que la valeur de l'actif économique de l'entreprise endettée est égale à la valeur de l'actif économique d'une entreprise non endettée majorée de la valeur actuelle de l'économie d'impôt liée à la déductibilité fiscale des intérêts de la dette. En 1977, M. Miller a produit un troisième article qui intègre cette fois-ci, non seulement la fiscalité des entreprises, mais aussi celle des particuliers. Dans ce cadre, il montre que la prise en compte de ces deux fiscalités produit les mêmes conclusions que celles de 1958, à savoir que la façon de financer un actif économique entre dettes et capitaux propres n'a pas d'influence sur la valeur de cet actif économique. Dans le même ordre d'idées, R. Goldsmith (1969) considère « *qu'il n'y a pas de possibilité, néanmoins, d'établir avec confiance le sens du mécanisme causal i.e., de décider si les facteurs financiers sont responsables de l'accélération du développement économique ou est ce que le développement financier est simplement le reflet de la croissance économique* ». Alors que R. Goldsmith (1969) ne s'est montré que dubitatif sur la question, d'autres économistes ont affiché leur scepticisme par rapport au rôle du développement financier. C'est le cas de R. Lucas (1988) qui considère, pour sa part, que les économistes ont surestimé l'importance de la finance comme déterminant de la croissance économique. Dans le même ordre d'idées, R. Rajan et L. Zingales (1998) considèrent que la relation entre les deux sphères peut être attribuable à quelques facteurs qui ne relèvent pas d'une relation de causalité proprement dite. Premièrement, le développement financier et la croissance économique peuvent être dépendants de variables communes omises, comme la propension à épargner des ménages dans l'économie. Ainsi, puisque l'épargne endogène affecte le taux de croissance de long terme de l'économie, l'on doit s'attendre à ce que la croissance et le développement initial soient corrélés. Deuxièmement, le développement financier, estimé par le volume des crédits distribués et la taille du marché financier, permet de prévoir le niveau de la croissance économique simplement, parce que les marchés financiers permettent d'anticiper la croissance future. En effet, le marché financier fournit une idée sur les opportunités de croissance, alors

que les institutions financières prêtent davantage quand elles envisagent que l'économie passera une période d'expansion. Ainsi, le développement financier constitue un simple indicateur sur l'état de santé de l'économie plutôt qu'un facteur causal.

Nous voyons donc bien que le débat sur l'importance de la finance dans les efforts de croissance remonte à bien loin dans la littérature économique, et que de nos jours, il continue de susciter de l'intérêt, voire de la passion. D'autant plus qu'aucune issue définitive n'a été trouvée à cette problématique (ne serait-ce qu'un compromis entre les deux points de vue opposés), et qu'au contraire, bien d'autres questions subsidiaires ont émergé de la question principale. En effet, si les intermédiaires financiers agissent positivement, par leur développement et par l'amélioration de la qualité de leurs services, sur les facteurs réels de l'économie -prenons l'exemple de l'investissement- il reste toujours à déterminer si l'effet bénéfique s'exerce via l'accroissement du volume d'investissement, ou par l'amélioration de la manière avec laquelle les fonds collectés sont investis, autrement dit, l'efficacité de l'investissement.

Avant de commencer par la discussion et l'analyse du rôle du secteur financier et son impact sur le développement réel, il est nécessaire de définir la notion de développement financier proprement dit. Il s'agit tout d'abord de préciser ce que nous entendons au juste par développement financier. Le but de cette clarification est de commencer dès la définition de la notion de développement financier, telle qu'elle est perçue dans le cadre de ce travail, par dessiner les contours et lancer les prémices d'une politique différente de promotion du secteur financier pour les pays en voie de développement en général et les PSM en particulier.

I.1. La notion de développement financier

Comme exposé dans les sections ultérieures, il existe de nombreux travaux dédiés à la relation finance-croissance dans la littérature économique. Néanmoins, le terme « développement financier », en lui-même, n'a pas encore été bien défini, et ses contours pas encore bien explicités. Après le succès et la large diffusion des idéaux néolibéraux par l'émergence de la théorie de la libéralisation financière de McKinnon-Shaw en 1973, le développement financier se définissait, tout simplement, par la libéralisation financière. La notion de développement financier adoptée tout au long de ce travail est différente de celle qui se rencontre dans la littérature économique dominante, qui l'assimile à la dérégulation et à l'ouverture financière. Commençons d'abord, par définir le développement financier, pour

proposer ensuite une analyse de la notion de concurrence dans la définition du développement financier, en se basant sur un travail récent de J. Stiglitz (2007).

I.1. 1. Définition de la notion de développement financier

Le terme « développement financier » n'a pas encore de définition précise et concrète. Ceci est dû, selon R. Goldsmith (1969), à la complexité de la structure financière¹ qui évolue différemment dans le processus de développement de divers pays². En effet, il considère que le développement financier se traduit par un changement de la structure financière. Ainsi, toujours selon R. Goldsmith (1969), l'étude du développement financier passe nécessairement par des informations sur les modifications de la structure financière sur de courtes ou de longues périodes de temps. Il considère que le développement financier peut être étudié, soit en collectant des informations sur les flux de transactions financières sur des périodes de temps continues, soit en réalisant une comparaison de la structure financière à différents points du temps. Il s'agit donc d'une approche matérialiste du développement financier.

Plus tard avec l'émergence de la théorie de la libéralisation financière, les néoclassiques, ainsi que ceux qui se sont inspirés de leurs travaux, considèrent la libéralisation du secteur financier comme synonyme de développement financier. Le problème de cette définition, est que la théorie néoclassique de base, repose sur des hypothèses fondamentales faibles et peu réalistes. Ces hypothèses sur lesquelles s'appuient les fondements théoriques des auteurs néoclassiques ne sont pas représentatives de la réalité des marchés financiers d'aujourd'hui. Ils considèrent, entre autres, que les règles de la concurrence pure et parfaite régissent les marchés du crédit et les marchés financiers. Une des conditions de la concurrence pure et parfaite est la transparence du marché, qui signifie que l'information est parfaite et gratuite pour tous les acteurs. En réalité, surtout pour le cas des marchés financiers, l'information est loin d'être gratuite et encore moins parfaite pour les acteurs. Continuer à supposer que la libéralisation financière sera génératrice de développement financier même dans ces conditions, serait une erreur analytique. Un système financier développé tel que nous le considérons n'est pas un système totalement libéralisé, totalement ouvert à la concurrence et exempt de toute intervention étatique.

¹ Ici, il ne s'agit pas de la structure financière comme la combinaison de dettes et de capitaux propres que l'entreprise utilise pour son financement, mais plutôt de la structure financière comme infrastructure financière.

² Mavrotas. G et Son. S. I (2004): « Financial Sector Development and Growth : Re-examining the Nexus », <http://dSPACE.uniroma2.it/dSPACE/bitstream/2108/105/1/Mavrotas.pdf>, p. 4.

Le développement financier conçu dans ce cadre, est inspiré de l'approche fonctionnelle du système financier défendue par R. Levine (1997) et par A. Demirgüç-Kunt et R. Levine (2008). Ils ont adopté une approche fonctionnelle pour définir le développement financier et son rôle dans le développement économique. En effet, ils partent de l'idée que les coûts d'acquisition de l'information, l'application des contrats financiers déjà établis et la réalisation des transactions financières légitiment le recours à des types particuliers de contrats financiers, de marchés financiers et d'intermédiaires financiers. Par exemple, l'émergence des banques qui améliorent l'accès aux informations sur les firmes et les entrepreneurs, contribue à l'amélioration de l'allocation des crédits.

D'une façon similaire, les contrats financiers, qui garantissent le remboursement des créanciers de la part des emprunteurs, conditionnent l'allocation de l'épargne des agents à capacité de financement. C'est sur l'acceptation de l'hypothèse de l'existence de *frictions* sur les marchés financiers qu'A. Demirgüç-Kunt et R. Levine (2008) ont fondé leur définition du développement financier. Contrairement au modèle d'Arrow-Debreu, qui néglige les coûts d'information et de transaction, ils considèrent que les frictions inhérentes au fonctionnement des marchés financiers, motivent l'apparition des intermédiaires financiers et la création de certains types de contrats, qui influencent dans une seconde étape le développement et la croissance économique¹.

A. Demirgüç-Kunt et R. Levine (2008) subdivisent cette fonction principale de la finance en cinq sous-fonctions fondamentales, à savoir :

- * La production d'informations *ex ante* sur les possibles opportunités d'investissement, ainsi que l'allocation des ressources financières ;
- * Le financement de l'investissement des entreprises, et l'exercice de son contrôle, ainsi que la mise en place d'un contrôle des entreprises financées ;
- * La diversification et gestion des risques ;
- * La mobilisation de l'épargne ;
- * La facilitation des échanges de biens et services.

¹ Demirgüç-Kunt. A et Levine. R (2008) : « Finance, Financial Sector Policies, and Long-Run Growth », *World Bank, Policy Research Working Paper*, N°4469, p. 4.

Même si l'ensemble des systèmes financiers fournit et occupe ces fonctions, il existe de grandes différences quant à leur accomplissement, selon qu'il s'agit d'un système financier développé ou non. Le développement financier a donc lieu quand : « *les instruments financiers, les marchés et les intermédiaires financiers minimisent – mais n'éliminent pas nécessairement – les coûts d'information et les coûts de transaction. Ce qui correspond à un meilleur fonctionnement des systèmes financiers pour remplir les cinq fonctions* »¹. Ainsi, le développement financier implique : une production d'informations *ex ante* sur les opportunités d'investissement possibles, la mise en place d'une gouvernance d'entreprise et d'un système de contrôle des investissements, une diversification du risque, une mobilisation et une polarisation de l'épargne ainsi qu'une facilitation de l'échange de biens et services.

I.1.2. La notion de concurrence dans la définition du développement financier

Les travaux pionniers et fondateurs de la libéralisation financière sont ceux de R. McKinnon (1973) et E. Shaw (1973), qui ont défendu la libéralisation financière et l'ont présentée comme un moyen d'assurer la croissance économique des pays en développement. La notion de développement financier défendue par la littérature économique dominante s'inscrit dans cette lignée. La similitude des conclusions de R. McKinnon (1973) et E. Shaw (1973) a donné naissance au modèle de libéralisation financière connue par l'appellation du modèle de McKinnon-Shaw en 1973. Ce modèle se caractérise par un abandon de la politique de répression financière, jugée nuisible à l'économie, et par l'adoption de la politique de libéralisation financière. Les auteurs démontrent, par le biais de ce modèle, la nécessité de supprimer les restrictions sur les taux d'intérêt officiels et de l'augmentation de leur niveau et/ou d'une réduction du taux d'inflation, de sorte à hausser les taux d'intérêt réels. Cette augmentation des taux d'intérêt réels provoque à son tour, un accroissement de l'épargne, ce qui améliore, par conséquent, le volume des ressources financières disponibles à l'investissement et éventuellement le taux de croissance de l'économie². Ces auteurs ont donc créé le concept de libéralisation financière à partir d'une lecture critique de la notion de répression financière pratiquée dans les pays en développement dans les années cinquante et soixante, et ont simplement assimilé la libéralisation financière au développement financier. Suite à cette interprétation, la notion de libéralisation financière a caractérisé, pendant ces dernières décennies, les stratégies de développement prônées par les IFI, principalement

¹ Demirgüç-Kunt. A et Levine. R (2008) : *ibid*, p. 5.

² Ben Gamra. S (2007) : « Libéralisation financière, crises bancaires et croissance économique : Cas des pays émergents », *Thèse de doctorat, Université Paris XIII*, p. 234.

tournées et basées sur le marché. Ces institutions ont encouragé la mise en place de structures purement concurrentielles sur le marché financier, ainsi qu'une liberté de détermination des taux d'intérêt. Cette logique tranche avec les pratiques de la répression financière, où les taux d'intérêt sont administrativement fixés et où la concurrence est limitée dans le secteur financier. Selon cette optique, un système financier concurrentiel et libéralisé est perçu comme nécessaire pour la mise en place d'un secteur privé représentant le support du développement économique. Ainsi, la politique de libéralisation financière, combinée à une privatisation des structures jadis étatiques, est devenue pas moins qu'« *une nouvelle orthodoxie* » dans la théorie et la pratique du développement dans les années quatre-vingt¹. A titre d'exemple, nous pouvons citer le travail d'A. Abiad et A. Mody (2003)² qui ont créé un indice mesurant le développement financier pour 35 pays sur la période 1973-1996. Ces auteurs ont pris en compte des indicateurs de libéralisation-déréglementation financière et les ont, tout simplement, assimilés à des indicateurs de développement financier. Il s'agit d'évaluer les politiques de libéralisation dans les domaines du contrôle du crédit, du contrôle des taux d'intérêt, des barrières à l'entrée, de la privatisation du secteur financier, de la régulation des marchés des capitaux et des restrictions sur les transactions financières internationales. Plus les indices calculés montrent une tendance vers la libéralisation financière, plus le pays est considéré comme financièrement développé.

Dans notre définition de la notion du développement financier, nous allons nous appuyer sur le point de vue de J. Stiglitz (2007), qui a mis en cause la nécessité de prôner le couple privatisation-libéralisation financière pour améliorer les performances économiques dans les pays en développement. Dans sa démarche, il a mis l'accent sur l'expansion de l'entrepreneuriat industriel dans les pays en développement, pour montrer les limites de la libéralisation financière et les nuisances qu'elle peut engendrer au niveau du développement financier. Ainsi, il considère que l'approche standard, dans ses deux aspects théorique et pratique, suppose l'existence d'une classe d'entrepreneurs porteurs de nouvelles opportunités d'investissement enrichissantes et hautement productives. Or, cette classe, toujours selon l'approche standard, se trouve être réprimée par un interventionnisme étatique qui l'empêche de faire profiter l'économie de ses potentialités. Pour les auteurs de la littérature économique classique, il suffit donc de relâcher l'étau que représente le volontarisme étatique, pour permettre l'émergence d'une nouvelle classe d'entrepreneurs, sans même avoir à endurer un

¹ Emran. M. S et Stiglitz. J. E (2007) : « Financial Liberalization, Financial Restraint, and Entrepreneurial Development », http://cid.harvard.edu/neudc07docs/neudc07_s5_p02_emran.pdf, p. 1.

² Abiad. A et Mody. A (2003) : « Financial Reform : What shakes it ? What shapes it? », *IMF Working Paper*, N°70.

retard entre le moment de la libéralisation et l'émergence de cette nouvelle classe. Ainsi, R. McKinnon (1973) suppose qu'il existe une catégorie représentée par les ménages-entrepreneurs (*household-entrepreneurs*) dispersés dans l'économie rurale, où chacun dispose d'une opportunité idiosyncratique d'investissement indivisible. Selon R. McKinnon (1973) l'existence d'un marché de capitaux segmenté, qui est le propre d'un marché financier réglementé et administré, ne permet pas la réalisation des opportunités d'investissement indivisibles et hautement profitables. Dans cette configuration, le problème n'est donc pas tant la « pénurie » des entrepreneurs, que la présence du gouvernement dans le processus d'allocation des ressources sur le marché financier, qui empêcherait une distribution efficiente des fonds et découragerait la mobilisation de l'épargne. Cette hypothèse de l'existence potentielle d'une catégorie d'entrepreneurs développés privés, a joué un rôle important et a même guidé les recommandations en matière de politiques économiques d'institutions comme la Banque mondiale, ou le FMI durant les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix¹. En effet, durant les deux dernières décennies, ces institutions ont essayé de promouvoir des plans d'ajustements structurels dans l'ensemble des pays en développement. En imposant cette logique de marché, plusieurs pays en développement ont adopté des programmes massifs de privatisations. Cependant, il s'est avéré que ces politiques n'ont pas réussi à réaliser les objectifs escomptés et ont été décevantes à bien des égards, puisque même le volume d'investissement a connu un ralentissement conséquent suite à cette vague de privatisations à grande échelle (L. Serven et A. Solimano 1994 ; A. Chibber et al 1992).

Pour illustrer son analyse critique de la libéralisation financière, J. Stiglitz (2007) commence par dresser deux principales difficultés auxquelles est confronté le système financier dans les pays en développement dans sa fonction de financement de l'économie :

- * Le premier problème est la difficulté éprouvée par le système financier à déceler les meilleures opportunités d'investissement ;
- * Les difficultés à inciter les investisseurs désirant emprunter à mieux connaître leurs projets, afin de prévenir le risque éventuel de faillite.

¹ Emran. M. S et Stiglitz. J. E (2007) : *op. cit.*, p. 2.

Concernant le premier point, J. Stiglitz (2007) ajoute une nouveauté par rapport à son article fondateur de 1981 avec A. Weiss (1981)¹, en considérant que le problème des pays en développement, ne réside pas exactement dans l'asymétrie d'information entre les deux parties (prêteur et emprunteur), mais plutôt dans l'accumulation de l'information elle-même. Il explique que dans les modèles standards des marchés du crédit, l'entrepreneur est supposé connaître parfaitement son projet, en ce qui concerne ses détails techniques, sa probabilité de succès, ses revenus futurs, etc., alors que la banque est supposée les ignorer. Toutefois, dans les pays en développement, la proportion des entrepreneurs qui maîtrisent les détails de leurs projets d'investissement est extrêmement minime. L'hypothèse la plus plausible à supposer, selon J. Stiglitz (2007), est plutôt « *l'ignorance symétrique* », dans le sens où l'entrepreneur et la banque ne connaissent pas véritablement les spécificités et les perspectives du projet. Selon cette optique, la problématique principale, serait plutôt de savoir quel est le genre de réforme du secteur financier à suivre pour améliorer « le recrutement » des entrepreneurs par les banques. La découverte de bons entrepreneurs parmi un ensemble de candidats potentiels dans les pays en développement, peut s'avérer extrêmement compliquée, pour de nombreuses raisons, comme le manque de garanties suffisantes, l'aversion au risque, les préférences temporelles ou « l'impatience » des entrepreneurs. Outre ces raisons traditionnelles, J. Stiglitz (2007) pointe les implications du principe de « l'inaliénabilité » du capital entrepreneurial de O. Hart et J. Moore (1994), qui a été ignoré dans les discussions sur les politiques de réforme des systèmes financiers dans les pays en développement. Rappelons d'abord que le principe de l'inaliénabilité correspond à la menace que l'entrepreneur fasse défaut dans le partage avec la banque des revenus futurs du projet en se retirant, avec l'impossibilité de le remplacer par la banque, sans subir des coûts, du fait de son savoir faire entrepreneurial ou managérial². En effet, la rente dont bénéficie la banque suite à la découverte d'un bon entrepreneur industriel se dissipe dans le temps, d'autant plus que le processus de partage adéquat des revenus futurs engendrés par le projet peut s'avérer compliqué, pour rémunérer l'engagement et le risque pris par la banque, du fait de l'inaliénabilité du capital entrepreneurial. Ce problème devient plus aigu quand la banque opère dans un environnement concurrentiel. C'est le constat qu'a voulu tirer J. Stiglitz (2007) sur les aspects négatifs de la concurrence dans le secteur financier. Ce constat s'accorde aussi avec le concept de « l'externalité du braconnage » (*poaching externality*) qui correspond à un

¹ Stiglitz.J. E et Weiss. A (1981) : « Credit Rationing in Market with Imperfect Information », *American Economic Review*, Vol 71, N°3.

² Hart. O et Moore. J (1994) : « A Theory of Debt Based on Inalienability of Human Capital », *The Quarterly Journal of Economics*, Vol 109, N° 4, p. 841.

« exode » des bons entrepreneurs vers les autres banques, une fois l'information révélée sur leurs bonnes capacités entrepreneuriales et managériales. Ainsi, nous remarquons que le suivi d'une politique de privatisation et de libéralisation financière en vue de réaliser le développement financier peut s'avérer déficiente et contribuerait plutôt à introduire un biais dans le processus de détection des bons investisseurs industriels parmi les postulants.

Le deuxième problème évoqué, inhérent à la structure concurrentielle des systèmes financiers, est la tendance au court-termisme dans le choix des projets par les banques, ce qui n'est pas de nature à favoriser l'apprentissage entrepreneurial. Les banques, dans un environnement concurrentiel et libéralisé, ne sont pas incitées à financer les investissements industriels de long terme. Ce comportement s'explique par la difficulté de fixer la rémunération du risque pris pour financer les projets de long terme. Ce problème est aiguisé par le « braconnage », particulièrement présent dans un environnement de concurrence entre les banques. Les banques privées ont donc plus tendance à concentrer leurs activités de prêt sur des projets rapportant des revenus « rapides » de court terme, mais ne permettent aucun apprentissage industriel aux entrepreneurs.

J. Stiglitz (2007) note à ce propos une contradiction concernant le cas des pays en développement. Il y a, dans ces derniers, des banques de développements censées financer les projets industriels de long terme, et ainsi remédier au problème du court-termisme. Or, les projets de long terme permettant un apprentissage industriel générateur de gains de productivité et de revenus futurs aux dépens des revenus présents, semblent écartés et non voulus dans un système de libéralisation financière. Les raisons résident toujours dans le problème de partage des revenus et le risque du braconnage. Nous remarquons ici, la contradiction dans la logique suivie par les IFI, qui assimilent le développement financier et à la privatisation et la libéralisation financière. Or, cette politique risque d'empêcher la promotion de l'industrie et le financement du développement économique, qui est le but ultime et le premier critère du développement financier.

Une fois définie la notion de développement financier défendue tout au long de ce travail, nous passons en revue, dans ce qui suit, les théories qui ont traité de la relation et de la relation réciproque entre le développement financier et le développement économique, ainsi que les différents mécanismes et canaux via lesquels le développement financier agit sur la croissance économique.

I.2. L'approche théorique de l'interaction entre le développement financier et le développement économique

Afin de mieux comprendre, théoriquement, comment le développement financier stimule la croissance de l'économie, référons-nous au modèle analytique de M. Pagano (1993)¹. Il prend en compte une fonction de production de type modèle de croissance endogène, le modèle AK :

$$Y_t = A K_t \quad (1)$$

Pour simplifier, M. Pagano (1993) suppose que la population est stationnaire, et que l'économie ne produit qu'un seul bien qui peut être investi ou consommé, et que s'il est investi, il se déprécie au taux de δ par période. L'investissement est donc égal à :

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

Dans une économie fermée, l'équilibre sur le marché des capitaux implique une égalité entre l'épargne S et l'investissement I . M. Pagano (1993) suppose, par ailleurs, que seule une proportion ϕ de l'épargne se transforme en investissement, le reste $(1-\phi)$ étant « perdu » lors du processus d'intermédiation financière.

$$\phi S_t = I_t \quad (3)$$

De la première équation, il s'ensuit que :

$$Y_{t+1} = A K_{t+1}$$

Et donc, le taux de croissance à $t+1$ est égal à :

$$g_{t+1} = \frac{Y_{t+1} - Y_t}{Y_t} = \frac{K_{t+1}}{K_t} - 1$$

En utilisant l'équation (2), et en ignorant les indices du temps, le taux de croissance de l'économie peut donc être écrit de la sorte :

$$g = \frac{I + (1-\delta)K}{K} - 1 = \frac{I}{K} - \delta = I \frac{A}{Y} - \delta = A\phi s - \delta$$

$$g = A\phi s - \delta \quad (4)$$

Avec $s = \text{taux d'épargne} = S/Y$

¹ Pagano. M (1993) : « Financial Markets and Growth : An Overview », *European Economic Review*, Vol 37, N°2-3, p. 614.

L'équation (4) montre bien la relation analytique qui existe entre le développement financier et la croissance. En effet, le développement du secteur financier améliore le coefficient ϕ , qui est la proportion de l'épargne affectée à l'investissement ; mais aussi « A », qui représente la productivité marginale sociale du capital et influence le coefficient « s » qui est le taux d'épargne privé.

I.2.1. La facilitation de l'affectation de l'épargne aux firmes

En exerçant leur fonction de transformation de l'épargne en investissement, les intermédiaires financiers absorbent une portion notée $(1 - \phi)$ dans le modèle de M. Pagano (1993), en marge entre les taux débiteurs appliqués et les taux créditeurs dus aux déposants, charges, commissions, etc.¹. Il paraît donc normal donc que les financiers se rémunèrent à partir de l'épargne collectée, en guise de récompenses de leurs services fournis. Cependant, il se peut que cette « fuite » reflète l'inefficacité X des intermédiaires ou leur pouvoir de marché. A ce propos, N. Roubini et X. Sala-i-Martin (1992) notent que leurs activités peuvent être importunées par une forte taxation, sous la forme de réserves obligatoires élevées, une taxation élevée des transactions, une régulation restrictive, etc. Cette situation incite les intermédiaires financiers à essayer de compenser cette perte, par l'accroissement de la marge. Le développement financier qui se résume à la libéralisation financière, selon ces auteurs, est de nature à réduire ce « gaspillage » de ressources, c'est à dire à augmenter le coefficient ϕ dans l'équation (4) et donc le taux de croissance « g ».

I.2.2. L'amélioration de l'allocation du capital

Une seconde fonction importante de l'intermédiation financière est l'allocation des fonds aux projets qui présentent une productivité marginale importante, voire une utilité sociale prioritaire dans certains cas. Dans le modèle présenté, les intermédiaires financiers améliorent la productivité marginale du capital, notée « A », et relancent ainsi la croissance, par :

* La collecte des informations nécessaires dans l'objectif d'évaluer la rentabilité et l'utilité des projets d'investissement sujets au financement ;

* L'incitation des agents à capacité de financement à investir dans les projets les plus risqués, mais les plus productifs et les plus rentables, en présentant les meilleures modalités de partage du risque.

¹ Pagano. M (1993) : *op. cit.*, p. 615.

I.2.3. L'incidence sur le taux d'épargne privé

Le rôle fondamental du système financier est de mobiliser l'épargne en offrant aux ménages l'opportunité de détenir des actifs liquides et d'investir dans des firmes rentables. La mobilisation de l'épargne a un impact positif sur le volume de l'accumulation du capital ; elle améliore l'allocation des ressources et stimule l'innovation technologique. Les systèmes financiers les plus efficaces dans la mobilisation de l'épargne affectent positivement la croissance économique par l'accroissement de l'investissement. Toutefois, le développement financier peut aussi affecter négativement l'épargne. En effet, la réduction des risques idiosyncrasiques par le marché financier pourrait réduire le niveau d'épargne de précaution des ménages et donc le taux de croissance¹. L'effet global du développement financier sur le taux d'épargne est théoriquement ambigu. Il n'est positif que lorsque l'accroissement de la rentabilité des investissements compense largement la réduction de la propension à épargner².

I.2.4. L'approche fonctionnelle de l'intermédiation financière

R. Levine (1997) considère que le développement financier affecte la croissance par le biais de deux canaux :

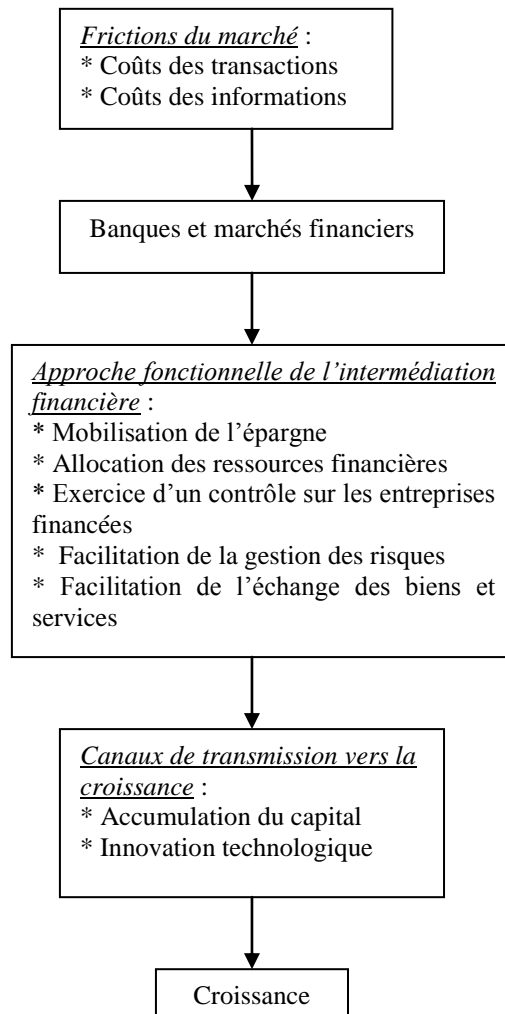
* L'accumulation du capital : en améliorant le taux de formation du capital et en agissant sur le taux d'épargne ou par la réallocation de l'épargne ;

* L'innovation technologique : par l'invention de nouveaux processus de production, en agissant sur le taux d'innovation technologique.

¹ Pagano. M (1993) : *op. cit.*, p. 616.

² Kpodar. K (2004) : « Le développement financier et la problématique de réduction de la pauvreté », Centre d'Etudes et de Recherches sur le Développement International (CERDI), *Etudes et Documents*, N°8, p. 4.

Schéma I. 1. Une approche théorique de la finance et de la croissance



Source : Levine. R (1997) : « Financial Development and Economic Growth : Views and Agenda », *Journal of Economic Literature*, Vol 35, N°2, p. 69.

Pour illustrer son point de vue, R. Levine (1997) a fait appel à la représentation, reproduite ci-dessus, de son approche théorique de la finance et de la croissance. Le développement financier, comme nous l'avons défini, a lieu quand les structures financières (institutions financières et marchés financiers) dans une économie donnée arrivent à minimiser les frictions qui existent habituellement sur les marchés financier et bancaire. L'existence de coûts d'établissement de transactions financières et l'existence de coûts d'acquisition d'informations sur les différents opérateurs financiers, peuvent représenter un « gaspillage » des ressources financières et forment donc des entraves au bon fonctionnement de l'appareil financier. Le rôle de l'intermédiation des banques et des marchés financiers, consiste à centraliser la collecte et la mobilisation de l'épargne des agents à capacité de financement pour l'allouer, de la manière la plus optimale possible, au profit des entreprises cherchant à financer leurs projets d'investissements. Par le biais de cette fonction, les

intermédiaires financiers arrivent à exercer un contrôle sur ces firmes. Le but de ce contrôle et de cette surveillance est de s'assurer une bonne conduite des entreprises bénéficiaires des crédits, afin de garantir le remboursement des prêts accordés. Il s'ensuit la formation d'un capital connaissance sous forme de bases de données d'informations sur les emprunteurs, ainsi que l'établissement de relations de long terme entre les banques et leurs clients, facilitant la gestion des risques de crédit. Par ailleurs, le développement des instruments financiers et de paiement, de par le développement financier, encourage et facilite l'échange des biens et services. Le savoir-faire accumulé par les intermédiaires financiers, de la pratique de la fonction de financement et de supervision des entreprises, leur confère une connaissance des secteurs dans lesquels elles évoluent. Ils deviennent, ainsi, bien informés des nouvelles opportunités et des nouveaux procédés plus productifs et plus innovants. De ce fait, les intermédiaires financiers encouragent les entreprises à investir, dans les secteurs correspondants, à investir, contribuant ainsi à améliorer le taux d'innovation technologique. La centralisation de la collecte de l'épargne et son allocation optimale vers les projets les plus profitables et les plus innovants favorisent l'investissement et l'accumulation du capital. Ceci est un autre canal via lequel les fonctions occupées par le système financier affectent la croissance économique, outre le canal des innovations technologiques.

a. La diversification du risque

Le risque auquel R. Levine (1997) fait allusion est le risque de liquidité. Ce risque a pour origine les incertitudes liées à la conversion des actifs en moyens de paiement. L'asymétrie d'information et les coûts de transactions sont susceptibles d'intensifier ce type de risque. Ces distorsions sont à l'origine de l'émergence des marchés financiers et les institutions financières sont capables de remédier à cette situation. Les marchés de capitaux liquides sont, par conséquent, des marchés où il n'est pas très coûteux d'échanger les instruments financiers, et où il y a moins d'incertitude sur le timing et les accords de ces échanges. Cet aspect nous intéresse de près dans la recherche d'une articulation entre le secteur financier et la croissance, dans la mesure où la liquidité d'un marché financier encourage l'établissement d'investissements de long terme relativement plus rentables, puisque les épargnants peuvent « récupérer », et à moindre coût, leur épargne. A cet égard, D. Diamond et P. Dybvig (1983) ont établi un modèle où coexistent deux types d'épargnants. Les uns placent leur épargne dans des projets de long terme, non liquides mais rentables, et les autres dans des placements liquides mais moins rentables, donc de court terme. Les auteurs supposent par la suite, qu'une partie des épargnants accuse un choc exogène. Ceux qui

subissent le choc, désirent récupérer leurs mises de départ avant que le projet de long terme ne porte ses fruits. Ce risque crée des incitations à investir dans des projets liquides et moins rentables. Par ailleurs, ce modèle suppose qu'il est excessivement coûteux de vérifier si les autres épargnants ont subi le choc ou non. Il s'ensuit donc l'émergence d'un marché sur lequel les individus peuvent émettre et échanger des titres. Dans ce cas, les épargnants ayant reçu un choc et qui ont placé auparavant leurs fonds dans des projets non liquides, peuvent « s'en débarrasser » sans que les autres épargnants sachent qu'ils ont subi un choc. Dans ce cas, les entreprises continuent de bénéficier du financement de long terme sans coupure d'approvisionnement en fonds, en raison du risque de liquidité.

Par ailleurs, R. Levine (1997) considère que la diversification du risque de liquidité, par le biais du développement du secteur financier, permet de relancer et d'encourager les innovations technologiques. En effet, il explique que l'engagement dans le financement des projets innovants rapportant des profits futurs élevés est risqué et incertain. La possibilité d'avoir un portefeuille diversifié pour le financement de ce genre de projets, permet de tempérer ce risque et fait la promotion des investissements des activités génératrices de progrès technologique. Ainsi, les systèmes financiers, en facilitant la diversification du risque, peuvent provoquer l'accélération du progrès technologique et donc la croissance économique.

b. La collecte de l'information sur les investissements et l'allocation des ressources

Par rapport aux épargnants, les intermédiaires financiers disposent de plus de moyens, de possibilités et de qualifications dans la collecte des informations sur les investissements, que les épargnants. Il s'ensuit donc une réduction des coûts d'acquisition des informations, ce qui permet une meilleure allocation des ressources.

En outre, les intermédiaires financiers permettent le repérage des meilleures technologies de production, et sont donc susceptibles d'encourager les innovations technologiques, en identifiant les entrepreneurs qui représentent les meilleures opportunités de mettre sur les marchés de nouveaux produits et processus de production.

De plus, le secteur financier est aussi important dans la diffusion de l'information sur les firmes et les managers à travers les prix des actifs financiers. Ceci permet une meilleure allocation des ressources, à condition que le marché financier soit « parfait » pour que les prix reflètent réellement la valeur marchande des entreprises cotées. Or, cette « perfection » est

loin d'être une réalité.

c. Le contrôle des managers et la mise en place d'une supervision de l'entreprise

D. Gale et M. Hellwig (1985) et R. Townsend (1979) considèrent qu'en élaborant des contrats de dettes entre les insiders (les prêteurs) et les outsiders (les emprunteurs), les intermédiaires financiers arrivent à atténuer l'asymétrie d'information. En plus des contrats de dettes, et de l'intermédiation financière des banques, les marchés de capitaux peuvent améliorer le contrôle des entreprises. Par exemple, l'échange public des actions sur les marchés des capitaux, reflète avec efficacité l'information sur les firmes et permet aux propriétaires de rattacher la rémunération des managers aux prix des actions. De plus, sur un marché financier développé, il est plus facile de faire des takeovers et ainsi d'améliorer la gestion des petites firmes en difficulté. Il s'ensuit une meilleure allocation des ressources.

d. La mobilisation de l'épargne

Les intermédiaires financiers permettent de minimiser les coûts des transactions associés à la collecte de l'épargne, ainsi que les problèmes de l'asymétrie de l'information. En effet, grâce à l'avantage comparatif qu'ils acquièrent dans la collecte de l'épargne de court terme et sa transformation en fonds prêtables pour une longue période, les intermédiaires financiers arrivent à minimiser les coûts de la collecte de l'épargne, puisque ce faisant, ils arrivent à éviter aux autres agents économiques, des efforts de recherche de l'information. Ils centralisent, en quelque sorte, les informations relatives aux épargnants et investisseurs, afin de minimiser les coûts et permettre une meilleure allocation des ressources. Ainsi, en mobilisant effectivement les ressources nécessaires au financement des projets, le système financier joue un rôle crucial dans la facilitation de l'adoption de nouvelles technologies de production et l'incitation à l'innovation technologique. Comme l'a noté R. McKinnon (1973) pour illustrer l'importance de l'intermédiation financière dans la mobilisation de l'épargne : « *L'agriculteur peut affecter sa propre épargne dans l'augmentation de l'usage du fertilisant, et le revenu marginal de son nouveau investissement peut être calculé. L'important, toutefois, c'est l'impossibilité virtuelle de financer l'investissement nécessaire à l'adoption d'une nouvelle technologie, par les seules épargnes personnelles dudit agriculteur. L'accès au financement extérieur devient donc nécessaire après un ou deux ans, lorsque le changement aura lieu. Sans cet accès, la contrainte de l'autofinancement empêche l'adoption de nouvelle*

technologie de production »¹

e. La facilitation des échanges

Outre la facilitation de la mobilisation de l'épargne et l'extension des technologies de production à une large partie de l'économie, les arrangements financiers qui réduisent les coûts de transactions peuvent promouvoir la spécialisation, l'innovation technologique et donc la croissance économique. Les liens entre la facilitation des transactions, la spécialisation, l'innovation et la croissance économique représentent les éléments de base de la « *Richesse des Nations* » d'A. Smith (1776). En effet, il considère que la spécialisation (ou la division) du travail est le principal facteur qui sous-tend l'amélioration de la productivité. Avec davantage de spécialisation, les travailleurs sont plus disposés à inventer de meilleures machines ou de nouveaux procédés de production.

Plus de spécialisation requiert davantage de transactions. Parce que chaque transaction est coûteuse, les arrangements financiers qui réduisent les coûts de transactions faciliteront davantage de spécialisation. Dans ce cas, les marchés qui font la promotion des échanges encouragent les gains de productivité. Mais ce qui est intéressant à savoir, c'est qu'il y a un feed-back qui va de ces gains de productivité au développement des marchés financiers. S'il y a des coûts fixes inhérents à l'établissement des marchés, alors un revenu par tête plus élevé permettrait de couvrir ces coûts et donc de faciliter le développement des marchés. Ainsi, le développement économique peut soutenir le développement des marchés financiers.

I.2.5. La double causalité entre le développement financier et la croissance économique

Dans le souci de mieux explorer la littérature économique sur la connexion entre le financier et le réel, il convient de remonter au début du débat, avec les travaux de R. Goldsmith (1969) qui considère que le développement des marchés financiers domestiques améliore l'efficacité de l'accumulation du capital. Il prouve son affirmation par une corrélation positive entre le développement financier et le niveau du PIB réel par tête. Il attribue cette corrélation à l'effet positif du développement financier, qui facilite un meilleur emploi du stock de capital : « *Sans tenir compte de l'existence et du développement ou non d'une superstructure financière qui augmente le volume de l'épargne et de l'investissement,*

¹ Mckinnon. R (1973) : « Money and Capital in Economic Development », *The Brookings Institution*, Washington. D. C, P : 13, cité dans Levine. R (1997) : *op. cit.*, p. 700.

et ainsi accélère le taux de croissance [...], il est nul doute que la croissance est le produit d'une allocation différente des dépenses du capital, parmi et à l'intérieur des secteurs types d'actifs et des régions. »¹ En outre, R. Goldsmith (1969) considère que le processus de croissance exerce un effet feedback sur les marchés financiers, par la création d'incitations pour davantage de développement financier. Il est vrai que la littérature consacrée à l'effet que peut exercer le développement économique sur le développement financier n'est pas abondante et est loin de faire l'unanimité. Il convient de rappeler à cet égard les travaux de J. Greenwood et B. Jovanovic (1990), qui ont présenté un modèle dans lequel l'intermédiation financière et la croissance économique sont endogènes, et où le rôle des institutions financières est la collecte et l'analyse des informations afin de mieux canaliser les fonds aux activités d'investissement qui offrent un revenu plus élevé. Puisque l'activité des intermédiaires financiers implique des coûts, J. Greenwood et B. Jovanovic (1990) montrent qu'il y a une relation causale à effets réciproques entre la croissance et le développement financier. D'une part, le processus de croissance provoque une participation plus active dans les marchés financiers, ce qui facilite la création et l'expansion des institutions financières. D'autre part, les institutions financières, en procédant à la collecte et à l'analyse de l'information de plusieurs investisseurs potentiels, permettent aux projets d'investissement d'être efficacement entrepris, ce qui stimule la croissance et l'investissement.

R. McKinnon (1973) et E. Shaw (1973) ont déjà soutenu cet argument, en notant que l'approfondissement financier n'implique pas simplement une productivité plus élevée du capital, mais également des taux d'épargne plus élevés et donc un volume plus important d'investissement. Contrairement à R. Goldsmith (1969), qui estime que la croissance et l'intermédiation financière sont considérées comme endogènes, l'intérêt de R. McKinnon (1973) et E. Shaw (1973) s'est porté sur les effets des politiques publiques sur l'épargne et l'investissement. Ils considèrent que les politiques qui prônent la répression financière découragent la formation de l'épargne des agents, ce qui réduit, par conséquent, l'investissement et la croissance. Ils concluent donc que la hausse des taux d'intérêt résultant de la libéralisation financière incite les ménages à augmenter le volume de l'épargne. Ce point de vue a été contesté plus tard par C. Diaz-Alejandro (1985) qui, en s'inspirant de l'expérience des pays de l'Amérique latine, montre que la contribution du développement financier à la croissance se fait par le biais de l'augmentation de la productivité marginale du capital (et donc l'efficacité de l'investissement) plutôt que du volume de l'épargne et de

¹ Goldsmith. R. W (1969) : « Financial Structure and Development », *Yale University Press*, New Haven.

l'investissement.

V. Bencivenga et B. Smith (1991), dans leur contribution au débat sur la connexion entre la finance et le développement, se sont appuyés sur un modèle dans lequel les individus sont incertains face à leurs besoins futurs de liquidité. Ils peuvent choisir entre investir dans des actifs liquides mais peu productifs et/ou dans des actifs moins liquides, plus risqués mais aussi plus rentables. Dans cette structure, la présence des intermédiaires financiers permet de relancer la croissance économique en conduisant l'épargne vers les activités présentant les meilleures potentialités de profit. Les intermédiaires financiers permettent, ainsi, aux agents de limiter le risque de liquidité associé, étant donné que les projets les plus productifs sont aussi ceux qui exposent plus les épargnants au risque de liquidité. Même si à la base, les banques sont confrontées à la nécessité d'honorer leurs engagements, de consentir la liquidation des actifs investis par les épargnants à n'importe quel moment avant la maturité de l'investissement, elles peuvent, grâce à la loi des grands nombres, prévoir les demandes de liquidation et, par conséquent, assurer une meilleure allocation des fonds. Pour mieux saisir l'importance des intermédiaires financiers, V. Bencivenga et B. Smith (1991) supposent leur absence. Dans ce cas, les épargnants seront forcés de se débarrasser de leur investissement qui est équivalent à leur épargne sous forme d'actifs non liquides, quand surgit un problème de liquidité. Ainsi, la présence des banques permet d'éviter les liquidations « abusives » et d'assurer un flux continu d'approvisionnement des projets d'investissement. V. Bencivenga et B. Smith (1991) montrent, par le biais de leur modèle, que la croissance continue à augmenter même quand le volume de l'épargne se réduit du fait du développement financier. Ils expliquent ce constat par l'incidence majeure dudit développement sur l'efficacité de l'investissement, plutôt que sur son volume. Ce point de vue de V. Bencivenga et B. Smith (1991), montre le débat parallèle à la question principale de l'impact du financier sur la croissance, à savoir les canaux par lesquels le développement financier affecte le développement réel.

I.2.6. Les canaux de transmission du développement financier à la croissance économique

Dans la même lignée des idées de V. Bencivenga et B. Smith (1991), R. Levine (1992) analyse les effets des structures financières alternatives sur la croissance économique. Dans son modèle, les institutions financières augmentent la fraction de l'épargne allouée à l'investissement et permettent d'éviter les liquidations prématurées du capital. Les banques,

les marchés de capitaux, et les banques d'investissement relancent la croissance en permettant une allocation efficace des ressources selon divers canaux. Nous exposons, dans ce qui suit, les voies par lesquelles le développement financier arrive à générer un impact sur la croissance économique, à travers une revue de la littérature dédiée à ce sujet.

a. Les choix technologiques

G. Saint-Paul (1992) dans la lignée des travaux de J. Schumpeter (1911), développe un modèle où les marchés financiers affectent les choix technologiques. Dans son modèle, les producteurs peuvent choisir entre deux technologies : une technologie flexible, mais à faible productivité, et une technologie rigide, mais plus productive. Il suppose, par ailleurs, que l'économie accuse un choc dans les préférences des consommateurs, qui induit une baisse de la demande des biens ayant souffert du choc. En l'absence de marchés financiers, les producteurs auraient choisi la technologie de production la plus flexible, pour pouvoir liquider plus facilement leurs investissements en cas de chocs provoquant la baisse de la demande et donc des revenus. L'existence des marchés financiers permet de se prémunir contre ces risques de baisse de la demande, par le développement d'un ensemble d'instruments financiers favorisant la diversification des risques. Ceci encourage les producteurs à se préoccuper plutôt de la productivité des projets, ce qui aura un effet positif sur l'amélioration de la productivité générale de l'économie et donc sur sa compétitivité.

b. Les politiques du gouvernement

Dans une approche quelque peu différente, N. Roubini et X. Sala-i-Martin (1992) insistent sur le rôle que joue l'Etat dans la relation entre l'intermédiation financière et la croissance. Pour ce faire, ils développent un modèle dans lequel les gouvernements sous-rémunèrent l'épargne et se servent du système financier, dans le but d'élargir la base de la taxe d'inflation. Cette politique suivie permet, au gouvernement qui la pratique, de prélever des fonds importants, sous la forme de taxes de seigneurage, étant donné que l'État détient le monopole de l'émission de la monnaie. Les sommes prélevées, par le biais du seigneurage, permettent de couvrir les dépenses publiques, et se substituent donc aux revenus de l'État qui normalement doivent provenir des taxes sur le revenu. Il est question alors d'une éviction du secteur privé par le secteur public, en matière de financement. Le point d'appui de cette politique est la sous-rémunération de l'épargne pour ensuite la canaliser à des groupes ou des secteurs jugés privilégiés par l'Etat. Cette sous-rémunération décourage la formation de

l'épargne financière, limite les quantités de crédits disponibles et oblige les agents économiques à recourir aux placements liquides. C'est la raison pour laquelle, toujours selon N. Roubini et X. Sala-i-Martin (1992), les pays disposant de ce système, et désirant relancer leur croissance et accélérer leur développement ne parviennent pas à leurs fins à cause de l'insuffisance des ressources de long terme disponibles. N. Roubini et X. Sala-i-Martin (1992) plaident donc pour une dichotomie entre l'Etat et le fonctionnement du système financier, puisqu'ils considèrent que l'interventionnisme étatique ne peut être que nuisible à l'efficacité du système financier dans le financement de l'économie et pour le développement économique et la croissance. Il importe de signaler que cette approche a été critiquée dans la littérature économique par les néostructuralistes. Ils considèrent que cet interventionnisme étatique permet, au moins, un meilleur contrôle de l'offre de monnaie de l'économie et donc de l'inflation, ainsi qu'une meilleure allocation du crédit, puisque l'Etat est mieux placé que le secteur privé pour en faire un usage plus efficient, au moins durant les premiers stades du développement économique des pays émergents.

c. Le changement des habitudes des opérateurs économiques et l'amélioration de la productivité des investissements

J. De Gregorio (1993), T. Jappelli et M. Pagano (1994) s'intéressent à l'effet du développement des marchés des capitaux sur l'épargne. L'originalité de ces travaux, selon J. De Gregorio et P. Guidotti (1995), réside dans l'attention portée sur les effets que le développement des marchés financiers engendre vis-à-vis du le comportement des ménages, plutôt que sur son effet au niveau de la production de l'économie. Pour mieux mettre en valeur le rôle des marchés financiers, ils adoptent un raisonnement par l'inverse. Ils considèrent l'effet des contraintes à l'emprunt des ménages sur la croissance. Le point commun entre les deux études est que l'inaptitude des ménages à emprunter librement, les incite à former davantage d'épargne ; ils renoncent ainsi « malgré eux » à la consommation. Les auteurs en déduisent que le développement des marchés financiers risque de relâcher la pression sur les contraintes à l'endettement, du fait de l'abondance des instruments et produits financiers facilitant l'échange des fonds entre prêteurs et emprunteurs, et ne permet pas d'améliorer le niveau de l'épargne. Les ménages trouvant des possibilités de financement externe, vont renoncer à la formation de l'épargne au profit de la consommation. L'expérience de libéralisation financière des pays de l'Amérique latine semble confirmer les idées de J. De Gregorio (1993), T. Jappelli et M. Pagano (1994), puisque dans ces pays, les expériences de libéralisation dans ces pays n'ont pas été suivies par un accroissement de l'épargne. Ce

résultat pour le moins inattendu, qui conforte une idée non moins originale, est tempéré par de J. Gregorio (1993) qui stipule que bien que le développement financier n'induit pas un accroissement de l'épargne, il ne ralentit pas pour autant la croissance économique. Il explique que la relation entre les contraintes à l'endettement et la croissance ne se fait pas par le biais de l'effet sur le volume de l'épargne, mais plutôt sur la productivité marginale du capital, autrement dit l'efficacité de l'investissement. Le relâchement des contraintes sur l'emprunt encourage, en revanche, l'investissement dans l'accumulation du capital humain, ce qui est de nature à améliorer la productivité du capital et optimise par conséquent le taux de croissance, malgré la réduction de l'épargne.

R. King et R. Levine (1993a) s'inspirent aussi de J. Schumpeter (1911), qui considère que le système financier est susceptible d'épauler la croissance économique, à condition qu'il soit développé et bien adapté pour accomplir cette mission. Ils ont mené une étude sur 80 pays sur la période 1960-1989, où ils ont employé différentes mesures du niveau du développement financier qu'ils ont corrélées avec des variables « réelles » comme le taux de croissance du PIB par tête, le taux d'accumulation du capital physique (le taux d'investissement) et l'amélioration de l'efficacité de l'utilisation du capital physique. R. King et R. Levine (1993a) ont ainsi testé l'incidence du développement financier sur la croissance économique, aussi bien du point de vue de la quantité, que de la qualité, puisqu'ils se sont intéressés aussi à l'efficacité de l'accroissement de l'investissement. Les deux principaux résultats de cette étude étaient :

- * Les indicateurs du niveau du développement financier sont fortement corrélés à la croissance, au taux d'accumulation du capital physique et à l'amélioration de l'efficacité de l'allocation du capital ;

- * Les composantes prédéterminées des indicateurs du développement financier prédisent les valeurs futures de la croissance économique.

A la lumière des résultats empiriques trouvés, les auteurs concluent que J. Schumpeter (1911) pourrait avoir raison en soulignant l'importance de la finance dans la croissance économique. Ce lien « finance-développement » n'est pas le prototype du mécanisme économique associé à J. Schumpeter. Sa vision principale est plutôt « *la destruction créatrice* », processus par lequel l'invention et l'innovation remplacent les anciennes méthodes de production avec de nouvelles procédures et de nouvelles technologies qui stimulent la croissance. C'est bien là, selon J. Schumpeter (1911), qu'intervient le rôle du

financier qui facilite et encourage l'investissement dans les efforts d'innovation.

Les travaux de P. L. Rousseau et P. Wachtel (1998) ont porté sur la nature des liens entre les intermédiaires financiers et les performances économiques aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, au Canada, en Norvège, et en Suède sur la période 1870-1929. Après la description de la coévolution des secteurs financiers et réels dans ces pays, le modèle du vecteur à correction d'erreurs, montre l'importance quantitative des relations de long terme entre les mesures de l'intensité financière et celles qui sont relatives au revenu réel par tête. Les tests de causalité au sens de Granger, renseignent sur le rôle central tenu par les variables concernant l'intermédiation financière sur l'activité du secteur réel. Les effets feedback défendus par J. Greenwood et B. Jovanovic (1990) ont été, en revanche, faibles voire insignifiants. Les deux auteurs concluent, à la lumière de leur étude, que l'intermédiation financière a joué un rôle non négligeable dans le rapide mouvement d'industrialisation de ces cinq pays durant la période de l'étude.¹

R. G. King et R. Levine (1993b) ont mis en valeur un nouveau mécanisme par le biais duquel les systèmes financiers stimulent la croissance économique. Dans leur modèle, les systèmes financiers affectent les activités des entrepreneurs et les amènent à l'amélioration de la productivité de leurs investissements de quatre manières :

- * Les systèmes financiers évaluent mieux les perspectives futures des entrepreneurs cherchant à financer leurs projets, et choisissent les plus « prometteurs » parmi eux.

- * Ils mobilisent, aux moindres coûts et avec les meilleures conditions, les ressources nécessaires au montage des projets d'investissement déjà sélectionnés.

- * Ils permettent de diversifier le risque associé à certaines activités innovatrices.

- * Enfin, ils décèlent les « récompenses » potentielles dans l'investissement dans de nouvelles structures de production innovatrices, au lieu de continuer à financer des projets employant des procédés de production déjà existants.

Dans ces conditions, le système financier le plus performant est celui qui stimule la croissance économique, en améliorant le taux de productivité des investissements. Pour conforter leurs idées, les auteurs passent en revue une série d'études empiriques sur les liens entre le développement du secteur financier et la croissance, comprenant aussi bien des tests économétriques, que des études sur les effets microéconomiques et macroéconomiques des

¹ Eschenbach. F (2004) : « Finance and Growth : A Survey on the Theoretical and Empirical Literature », *Tinbergen Institute Discussion Paper*, Vol 39, N°2, p. 18.

réformes des secteurs financiers. Ils ont trouvé que ces études confirment leur idée principale, à savoir qu'un système financier développé stimule une croissance rapide de la productivité et du PIB par tête en canalisant les ressources financières de l'économie pour les tentatives de promotion de la productivité. Les résultats des travaux de R. G. King et R. Levine (1993b) suggèrent que les politiques gouvernementales par rapport au système financier doivent être un important facteur causal pour la croissance de long terme. Autrement dit, elles ne doivent pas aller dans le sens contraire du développement financier ; à l'inverse, elles doivent œuvrer pour son essor et son expansion.

d. *La liquidité des marchés financiers*

R. Levine et S. Zervos (1998) ont utilisé des données sur 49 pays sur la période 1976-1993 pour essayer de voir si les indicateurs de la liquidité des marchés des capitaux (estimés par le volume d'échange par rapport à la taille du marché et de l'économie), la taille, la volatilité et l'intégration dans les marchés mondiaux de capitaux peuvent prévoir les futurs taux de croissance économique, l'accumulation du capital, l'amélioration de la productivité et de l'épargne privée. Ils ont trouvé que les indicateurs mesurant la liquidité du marché financier et les mesures du développement bancaire sont tous les deux positivement et fortement corrélés aux taux de croissance futurs et actuels, aux indicateurs de l'accumulation du capital et de la croissance de la productivité. En revanche, ils ont mis en évidence que les indicateurs de la taille du marché des capitaux et ceux qui sont relatifs à la volatilité et à l'intégration dans les marchés mondiaux ne sont pas fortement corrélés à la croissance ; de même pour les indicateurs liés au taux d'épargne privée.

R. Levine et S. Zervos (1998) considèrent, au vu de ces résultats, qu'une grande aptitude à échanger la propriété des titres, donc la liquidité du marché dans une économie productive du point de vue technologique, facilite une allocation efficace des ressources, la formation du capital physique et une croissance économique plus rapide. Par ailleurs, les mesures de la liquidité des marchés financiers et celles qui sont associées au développement bancaire expliquent significativement la croissance. Les auteurs en déduisent que les banques fournissent des services financiers différents de ceux procurés par les marchés financiers. Ainsi, ils suggèrent que pour comprendre la relation entre le système financier et la croissance de long terme, il y a un besoin de théories dans lesquelles, et les marchés financiers et les banques se développent simultanément et fournissent différents services financiers complémentaires à

l'économie¹.

T. Beck et *al.* (2000) se sont intéressés à l'impact causal du développement financier sur la croissance et ses sources. Leur étude a montré un impact causal significativement positif du développement financier sur la croissance réelle par tête, et sur la croissance de la productivité réelle par tête. Les auteurs soutiennent l'idée qu'un meilleur fonctionnement des banques améliore l'allocation des ressources et accélère la croissance de la productivité, avec des répercussions positives sur la croissance économique de long terme².

Nous verrons, dans ce qui suit, les principales études empiriques sur le lien entre la finance et la croissance. L'intérêt de cette revue est de vérifier, empiriquement, les principes théoriques de l'approche fonctionnelle et l'étendue de l'application des différents mécanismes de transmission présentés ci-dessus.

I.3. Les contributions du développement financier à la croissance économique : revue de littérature empirique

Il existe de nombreux travaux empiriques effectués sur le lien entre le développement financier et le développement économique. Le consensus est presque général sur la relation positive entre le développement financier et des variables de nature « réelle » comme le taux d'investissement ou la productivité du capital, et donc sur la croissance économique³. (N. Roubini et X. Sala-i-Martin 1992 ; R. King et R. Levine 1993 ; W. Easterly 1993, M. Pagano 1993 ; M. Gertler et A. Rose 1994 ; R. Levine 1997 ; Beck 2000 et *al.* ; M. Khan et A. Senhadji 2000 ; M. Thiel 2001 ; P. Wachtel 2001 ; D. Christopoulos et E. Tsionas 2004 ; R. Levine 2004 ; P. Auerbach et J. P. Saddiki 2004).

R. Goldsmith (1969) fut parmi les premiers économistes à étudier les rapports entre la croissance économique et des indicateurs du développement financier. Il a traité des données pour 35 pays entre 1860 et 1963. L'indicateur du développement financier retenu fut la valeur des actifs des intermédiaires financiers par rapport au PIB. Il en a conclu l'existence d'une forme de synergie entre le développement financier et la croissance économique. N. Roubini et X. Sala-i-Martin (1992) ont essayé « *d'analyser les effets des distorsions sur le marché des*

¹ Eschenbach. F (2004) : *op. cit.*, p. 21.

² Beck, T, Levine. R et Loyaza. N (2000) : « Finance and the Sources of Growth », *Journal of Financial Economics*, Vol 58, N°1-2, p. 290.

³ Kpodar. K (2004) : *op. cit.*, p. 11.

capitaux (surtout la répression financière) sur le taux de croissance économique »¹. En s'inscrivant dans la logique de R. McKinnon (1973) et E. Shaw (1973), N. Roubini et X. Sala-i-Martin (1992) considèrent que lorsque le fonctionnement du secteur financier est entravé par des distorsions, comme la répression financière, l'économie ne bénéficie pas de l'ensemble des services financiers disponibles. La répression financière est mesurée, dans leur étude, par une dummy variable dépendante de la gamme des taux d'intérêt réels. Travaillant sur un échantillon de 53 pays, N. Roubini et X. Sala-i-Martin (1992) concluent qu' : « *un degré élevé de répression financière conduit à une faible croissance économique* »². R. G. King et R. Levine (1993a, b) par la suite, ont voulu remédier aux insuffisances révélées dans les travaux de R. Goldsmith (1969). Sur une période allant de 1960 à 1989, ils ont étudié les facteurs financiers susceptibles d'affecter la croissance économique à long terme. Ils ont pu dégager, à l'issue de cette étude, un ensemble d'indicateurs servant à quantifier le développement financier :

* Le ratio de liquidité : il mesure la dimension des intermédiaires financiers à travers le volume du passif liquide des institutions financières par rapport au PIB (monnaie, dépôts à vue et dépôts à terme).

* La part des crédits bancaires accordés par les banques commerciales par rapport à l'ensemble des crédits domestiques.

* La part des crédits bancaires accordés aux entreprises privées par rapport à l'ensemble des crédits domestiques (à l'exclusion des crédits aux banques).

* La part des crédits accordés aux entreprises privées par rapport au PIB.

R. G. King et R. Levine (1993c) ont trouvé par la suite qu'environ un tiers de l'écart de croissance entre les pays peut être éliminé en augmentant la taille du secteur financier. J. Atje et B. Jovanovic (1993) se sont intéressés au développement des marchés financiers. Ils concluent, en se basant sur une étude portant sur un échantillon de 75 pays, que le développement des marchés financiers exerce une influence positive sur la croissance. En revanche, le développement des marchés financiers n'implique un effet positif que si la variance des cours des boursiers est atténuée³. J. De Gregorio et P. E. Guidotti (1995) ont étudié un échantillon de 100 pays pour la période 1960-1985 afin d'y appliquer des

¹ Roubini. N et Sala-i-Martin. X (1992) : « Financial Repression and Economic Growth », *Journal of Development Economics*, Vol 39, p. 6 cité dans Abouch. M et Ezzahid. E (2007) : *op. cit.*, p. 4.

² *ibid*, p. 4.

³ Turunç. G (1999) : « Développement du secteur financier et croissance : le cas des pays émergents méditerranéens », *Revue Région et Développement*, N°10, p. 97.

régressions de type R. J. Barro (1991). Ils ont conclu que le développement financier est associé à une amélioration des performances de croissance, surtout pour le cas des pays à revenus élevés. Cependant, quand ils ont appliqué une régression en données de panel sur 12 pays d'Amérique latine, sur la période 1950-1985, ils ont trouvé que les décennies 1970 et 1980, ont été marquées par un renversement de la relation, puisque les dérives du secteur financier ont provoqué une décélération de la croissance dans ces pays. Ce résultat les a conduits à prôner la prudence dans le processus d'ouverture financière et à la nécessité de se doter d'une structure régulatrice de la libéralisation financière capable d'éviter les crises financières. J. De Gregorio et P. Guidotti (1995) ont trouvé que du point de vue empirique, le principal canal de transmission entre le développement financier et la croissance économique, est l'amélioration de l'efficacité et de la qualité des investissements, plutôt que l'accroissement de leur volume. J. C. Berthélemy et A. Varoudakis (1995) ont travaillé sur un échantillon de 91 pays entre 1960 et 1985. En utilisant les tests sur les clubs de convergence pour détecter d'éventuelles trappes de pauvreté, ils ont trouvé que le niveau de scolarité est le principal facteur agissant sur la croissance, bien que le facteur financier influe aussi sur le niveau de développement économique. Néanmoins, leurs résultats empiriques montrent aussi que des conditions financières peu propices ont empêché des pays disposant d'un important capital humain d'avoir le niveau de développement économique qu'ils devraient avoir.

R. Levine et S. Zervos (1998) ont utilisé des données relatives à 47 pays couvrant la période allant de 1976 à 1993, avec comme objectif l'exploration des liens existants entre les indicateurs du développement bancaire et des marchés financiers, avec des indicateurs de développement économique. Leurs résultats montrent que, mis à part les autres déterminants de la croissance de long terme, il existe une forte relation entre l'actuel développement des banques et des marchés financiers et les futures valeurs du taux de croissance, de la productivité et du stock de capital. Un autre résultat important de R. Levine et S. Zervos (1998) est que les deux indicateurs mesurant le développement bancaire et le développement des marchés de capitaux sont positivement et significativement corrélés avec la majorité des trois variables de nature réelle. Ceci dénote la nature complémentaire de l'impact des banques et des marchés financiers sur les variables réelles. J. Benhabib et M. M. Spiegel (2000) ont eu recours à des techniques appliquées sur des données de panel, concernant un échantillon de quatre pays d'Amérique latine et du Sud-Est asiatique pour la période allant de 1965 à 1985. Ils ont trouvé que des variables spécifiques du développement financier sont associées à des composantes spécifiques du développement économique (pour le cas de leur étude, les

composantes en question sont l'accumulation du capital et le taux de croissance de la productivité). L. Deidda et B. Fattouh (2002) considèrent que la relation positive entre la croissance et le développement financier n'est valable que pour les pays à revenus élevés. Ils expliquent ce résultat par le fait que dans les pays en développement, les coûts de transactions associés aux provisions sur les services financiers inhibent la croissance économique¹. En outre, ils ont présenté un modèle dans lequel la relation entre la croissance et le développement financier n'est ni linéaire, ni monotone. M. Trabelsi (2002) a aussi trouvé une relation significative et positive entre le développement financier et la croissance économique. Il a travaillé sur un échantillon de 69 pays en développement durant la période 1960-1990. Cependant, lorsqu'il introduit la dimension temporelle dans ses estimations, le secteur financier cesse d'influencer la croissance. Il interprète ce résultat par le fait que dans les pays en développement, il n'y a pas assez d'entrepreneurs capables d'exploiter d'une façon optimale les ressources financières de l'économie, et de les transformer en des projets viables et rentables. L'auteur attire aussi l'attention sur le fait que la finance affecte la croissance, principalement par son effet positif sur la productivité de l'investissement.

Le problème souvent rencontré dans l'analyse empirique du lien entre ces deux types de développement concerne la simultanéité. En effet, nous ne savons pas si c'est le développement financier qui déclenche la croissance ou si c'est le contraire. Nous pouvons aussi nous douter de l'existence d'une double causalité entre ces deux variables. R. G. Fritz (1984) a pris l'exemple des Philippines pour y appliquer des tests de causalité, sur des données trimestrielles allant de 1969 à 1981. Il a trouvé que pour les premières étapes du processus de développement, le sens de causalité allait du développement financier à la croissance économique. En revanche, le sens de la causalité se renverse pour les ultimes étapes du développement, puisque la croissance économique entraîne le développement des services financiers. En utilisant des données annuelles concernant 56 pays dont 19 économies industrialisées, W. S. Jung (1986) a conduit des tests de causalité sur des périodes de temps de différentes longueurs. Il a utilisé, par ailleurs, deux mesures alternatives du développement financier : la première mesure est le ratio de la monnaie ($\frac{M_1}{M_2}$) et le deuxième indicateur est le taux de liquidité de l'économie ($\frac{M_2}{\text{PIB}}$). Il a trouvé que pour les pays en développement, c'est plutôt le développement du secteur financier qui conduit le développement économique, alors

¹ Eschenbach. F (2004) : *op. cit.*, p. 18.

que c'est le contraire pour les pays développés, même si ceci n'est valable que pour le cas où le développement financier est mesuré par le premier indicateur ($\frac{M_1}{M_2}$). Il a aussi montré que parmi les pays en développement, il y a des pays dont le taux de croissance est très élevé, et d'autres où le taux de croissance est très bas par rapport à la moyenne de l'ensemble des pays en développement. Pour ces deux groupes de pays, le sens de la causalité va aussi du financier vers l'économique, sauf que pour le premier groupe, le ratio ($\frac{M_1}{M_2}$) est le plus concerné, alors que dans le deuxième groupe, c'est le ratio de la liquidité qui est le plus représenté. M. O. Odedokun (1996) analyse un échantillon de 71 pays en développement sur la période 1960-1980, afin d'étudier le problème du sens de la causalité. En utilisant des régressions sur des séries temporelles, il en déduit que l'intermédiation financière explique le taux de croissance de l'économie pour 85% des pays étudiés. Ensuite, l'intermédiation financière joue également un rôle important dans la promotion de la croissance, à l'instar d'autres facteurs, comme le ratio de formation du capital ou la variable de l'expansion des exportations. La variable de l'intermédiation financière était aussi plus importante pour expliquer le développement économique par rapport au taux de croissance de la force de travail. Enfin, M. O. Odedokun (1996) a trouvé que le schéma selon lequel l'intermédiation financière agit sur la croissance est indépendant des pays et des régions. P. L. Rousseau et P. Wachtel (1998) se sont intéressés à des données historiques concernant cinq pays industrialisés, qui sont les Etats-Unis, la Grande Bretagne, le Canada, la Suède et la Norvège durant la période 1870-1929. Ils ont trouvé que ces pays ont connu un rapide mouvement d'industrialisation guidé, principalement, par des facteurs financiers. Le modèle à correction d'erreurs et le modèle VAR utilisés ont détecté le rôle joué par les variables du développement financier dans la promotion de l'activité du secteur réel, sans la présence d'effets de retour significatifs (effets de *feedback*). E. C. Wang (1999) a présenté une étude du cas de Taïwan pour la période 1961-1999. Il a trouvé que l'impact du secteur financier sur le secteur réel est plus sensible que l'effet inverse, mais décroît à travers le temps, au profit de l'action du secteur réel. Il a interprété ce résultat comme l'indication que pour les premiers stades du développement économique de Taïwan, c'est la finance qui a induit la croissance, alors que cette tendance s'est renversée au fur et à mesure du temps. D. Christopoulos et E. Tsionas (2004) ont travaillé sur un échantillon de 10 pays en développement pour la période 1970-2000, en procédant par une analyse de cointégration en panel. Leurs résultats plaident en faveur d'une causalité allant, sur une longue période, du développement financier à la croissance (il existe

un seul vecteur cointégrant), et en faveur de l'absence de relation à court terme entre les deux phénomènes. En s'intéressant au cas de la Chine, J. Shan et J. Qi (2006) ont travaillé sur des données annuelles sur la période allant de 1978 à 2001, en utilisant un modèle VAR pour explorer la relation finance-croissance. Ils notent la présence d'une causalité à double sens entre la finance et la croissance¹. A. Acaravci et al. (2007) se sont intéressés au cas de l'économie turque. Sur des données annuelles allant de 1969 à 2005, ils ont révélé l'existence de liens de long terme entre la finance et la croissance, ainsi qu'une causalité allant du développement financier à la croissance économique.

D'autres études empiriques sont, toutefois, arrivées à des conclusions différentes par rapport au sens de la causalité entre le développement financier et le développement économique. C'est le cas de l'étude de P. Demetriades et K. Hussein (1996), qui ont conduit des tests de causalité sur des séries temporelles entre le développement financier et le PIB réel pour 16 pays les moins développés. Ils n'ont pas trouvé de résultats prouvant que les facteurs financiers jouent un rôle important dans le processus de développement économique pour ces pays. Ils ont trouvé, par contre, plus de preuves dans le sens opposé (le développement économique qui agit sur le développement financier), ainsi que pour une causalité bidirectionnelle. Une autre conclusion importante de leur travail est que les modèles d'interaction entre le financier et l'économique diffèrent selon les pays. Ceci suggère, selon les auteurs, plus d'attention pour les études des cas de pays et pour l'analyse des séries temporelles. P. Demetriades et K. Luintel (1996) ont trouvé des liens empiriques entre la régulation du secteur bancaire et le processus d'approfondissement financier, ainsi qu'entre l'approfondissement financier et la croissance pour le cas de l'Inde. Ils ont mesuré la régulation du secteur bancaire par les contrôles des taux d'intérêt, les programmes d'encadrement et d'orientation des crédits, ainsi que les exigences de liquidité et de constitution de réserves obligatoires. Pour la période étudiée, allant de 1961 à 1991, les résultats empiriques montrent qu'à part le plafonnement des taux d'intérêt, ces contrôles ont eu un impact négatif sur le développement financier en Inde. En outre, les auteurs ont trouvé une relation de causalité bidirectionnelle entre le développement financier et l'activité économique. B. K. Luintel et M. Khan (1999) ont mis en évidence une double causalité entre le développement financier et le développement économique, pour un échantillon de 10 pays en développement. R. Ram (1999) ne trouve une relation positive et significative entre le taux de liquidité et la croissance, que pour les neuf pays développés sur un échantillon de quatre

¹ Shan. J et Qi. J (2006) : « Does Financial Development « lead » Economic Growth ? The Case of China », *Annals of Economics and Finance*, N°1 cité dans Abouch. M et Ezzahid. E (2007) : *op. cit.*, p. 5.

vingt quinze pays, sur la période 1960-1989. P. Harrisson et *al.* (1999) ont utilisé des données macroéconomiques sur les Etats-Unis pour la période 1965-1995 afin de montrer qu'il y a des effets de feedback entre la finance et la croissance. En effet, la croissance économique réduit le coût de l'intermédiation financière en attirant de nouveaux entrants sur les marchés financiers, mais aussi par la réduction des coûts de surveillance et par la promotion de la spécialisation industrielle. Ceci est de nature à encourager et à promouvoir l'investissement et la croissance. T. Beck et *al.* (2000) ont essayé d'apporter une solution au problème de simultanéité, en voulant tenir compte de l'endogénéité de la variable du développement financier. Pour ce faire, ils ont utilisé deux méthodes d'estimation sur un échantillon de 74 pays développés et en développement. La première méthode est une analyse transversale sur la période 1960-1995, en instrumentant le développement financier par l'origine légale, soit anglo-saxonne, germanique, française ou scandinave. Pour la deuxième méthode, les auteurs ont utilisé l'estimateur GMM (*Generalized Method-of-Moments*) en retenant la même variable instrumentale de la première méthode. Ils ont procédé à une analyse en panel dynamique, avec un découpage en sept sous-périodes de cinq ans. Cette méthode permet de résoudre les problèmes de biais de simultanéité, de causalité inverse et de variables omises qui affaiblissent les résultats des études antérieures¹. Ils concluent par l'existence d'une relation positive entre la composante exogène du développement financier et le développement économique. Ils attirent, par ailleurs, l'attention sur le fait que cet effet a lieu sur la productivité globale des facteurs plutôt que sur le volume de l'épargne et l'accumulation du capital. T.B. Andersen et F. Tarp (2003) démontrent que le lien positif entre les deux types de développement n'est plus existant pour le cas des pays de l'Afrique subsaharienne et les pays d'Amérique du Sud. Ils trouvent aussi que les études sur données temporelles appliquées sur un pays pris isolément ne permettent pas de conclure à l'existence d'une causalité entre le développement financier et la croissance. Enfin, comme le soulignent T. B. Andersen et F. Tarp (2003), il est possible que dans les études sur données temporelles, l'effet négatif de l'instabilité financière masque l'effet positif du développement financier à long terme².

Dans la littérature empirique consacrée au lien entre la finance et la croissance, certaines études se sont intéressées principalement à des aspects spécifiques du développement financier. C'est le cas de J. Jayaratne et P. Strahan (1996) qui ont utilisé des données sur les banques de chaque Etat aux Etats-Unis depuis 1972, afin de pouvoir mesurer l'impact qu'ont

¹ Guillaumont Jeanneney. S et Kpodar. K. R (2004) : « Développement financier, instabilité financière et croissance économique », Centre d'Etudes et de Recherches sur le Développement International CERDI, *Etudes et Documents*, N°13, p. 11.

² *ibid*, p. 12.

engendré, sur la croissance, les réformes bancaires menées à l'intérieur de chaque Etat. En effet, avant les années soixante-dix, les banques américaines n'avaient pas la possibilité de s'étendre ni à l'intérieur, ni au-delà des frontières de l'Etat. L'idée de l'étude était de savoir si la suppression de ces restrictions, à partir du milieu des années soixante-dix, allait améliorer les performances des banques américaines. Les auteurs ont trouvé que ces réformes ont contribué à la réduction des coûts de l'intermédiation financière, et à l'amélioration de l'efficacité des banques. Cependant, même s'il y a eu une amélioration de la qualité des prêts et une diminution de la part des créances douteuses, il n'y a pas eu d'impact significatif sur l'épargne et l'investissement. F. Mattesini (1996) a utilisé le spread du taux d'intérêt comme indicateur des coûts de surveillance (*monitoring costs*) dus aux problèmes d'asymétrie d'information. Autrement dit, plus l'asymétrie d'information est présente, plus les coûts de surveillance des emprunteurs par les banques sont élevés et donc, plus l'écart entre les taux créditeur et débiteur est élevé. L'auteur a mené son étude sur un échantillon de 40 pays pour la période 1978-1992. Il a trouvé que le spread était particulièrement significatif dans l'explication des performances de croissance pour l'ensemble de l'échantillon, et spécialement pour les pays développés. Toutefois, il n'a pas trouvé de relation significative entre le spread du taux d'intérêt et la croissance pour les pays à faible PIB par tête. Il a attribué ce résultat au suivi de politiques de répression financière dans les pays en développement, ce qui est de nature à affecter le spread du taux d'intérêt¹.

Nous remarquons, à l'issue de cette première section, que la majorité des économistes s'intéressant à la connexion finance-croissance se sont inspirés des idées de R. McKinnon (1973) et E. Shaw (1973) sur l'importance du secteur financier dans l'essor économique, mais surtout de l'impérative libéralisation de ce secteur afin de profiter pleinement des potentialités qu'il est susceptible de mettre au service de l'économie. Nous constatons cette « confusion » volontaire des deux concepts dans les choix des indicateurs financiers, qui sont pour la plupart des indicateurs de libéralisation financière. Cela signifie-t-il, pour autant, que le développement financier passe nécessairement par la libéralisation financière? Ce n'est, en tout cas, pas l'avis des théories qui ont émergé dès le début des années quatre-vingt, introduisant la notion « d'imperfections des marchés » qui a peut-être fait défaut aux théories de R. McKinnon (1973) et E. Shaw (1973) et les ont conduits à proclamer la nécessité de libéraliser les systèmes financiers. Les économistes ayant suivi cette voie n'étaient pas très nombreux relativement à ceux qui prônaient la libéralisation financière. Dans la section qui

¹ Eschenbach. F (2004) : *op. cit.*, p. 20.

suit, nous présentons ces principales théories mettant en cause les théories de la libéralisation financière.

II. Les contributions du développement financier à la croissance économique : les théories critiquant la nécessité de la libéralisation financière

Comme déjà noté plus haut, R. McKinnon (1973) et E. Shaw (1973) ne pensent pas qu'il est possible d'envisager un impact positif et stimulateur de la croissance par l'appareil financier, sans passer par un relâchement total des contraintes qui pèsent sur le système financier. Sans quoi, il risque d'y avoir un blocage de tout l'appareil productif, doublé par une inefficience totale de l'allocation des ressources financières de l'économie. Ces affirmations ont suscité un large débat entre les économistes, et ont donné naissance à des courants de pensée qui contredisent ces idées. Les contestations liées à cette théorie ont porté principalement sur la négligence de la part de R. McKinnon (1973) et E. Shaw (1973) de quelques hypothèses pourtant fondamentales et qui conditionnent le fonctionnement des systèmes financiers. Ces derniers n'ont pas un fonctionnement analogique et différent du fonctionnement des autres marchés. Ces hypothèses sont relatives à l'imperfection de ces marchés, et à l'existence de marchés financiers « informels » parallèlement aux marchés financiers « officiels ». C'est la remise en cause de l'absence de ce type de marché qui fonde les critiques apportées par l'école néostructuraliste aux thèses de R. McKinnon (1973) et E. Shaw (1973).

II.1. Les principales critiques adressées à la théorie de la libéralisation financière

La vision optimiste des effets de la libéralisation financière a été ternie par l'instabilité financière que les pays en transition ont connue dans les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix. Les difficultés croissantes du secteur bancaire, notamment dues à la déréglementation du secteur financier, ont entraîné des crises systémiques, comme au Chili en 1981 ou en Russie à partir de 1988. Ces expériences montrent que les avantages de la libéralisation financière doivent être rapportés à l'accroissement des coûts induits par la fragilité financière¹. Dans cette section, nous énumérons les principales critiques, ainsi que l'apport de l'école néostructuraliste qui s'est focalisée sur la place que doit prendre l'Etat dans la finance, et sur l'importance du secteur financier informel, des éléments qui ont été négligés dans la théorie

¹ Saïdane, D (2002) : *op. cit.*, p. 17.

de la libéralisation financière.

II.1.1. L'imperfection des marchés de crédits

R. Dornbush et A. Reynoso (1989) considèrent qu'une économie financièrement réprimée se caractérise par le fait que : « *les canaux d'épargne sont souvent sous-développés et/ou le rendement de l'épargne est négatif et instable ; les intermédiaires financiers qui collectent l'épargne n'assurent pas une allocation optimale de celle-ci grâce à des moyens compétitifs ; les entreprises sont découragées à investir parce que de mauvaises politiques financières réduisent les rendements ou les rendent excessivement instables* »¹. Il s'ensuit donc qu'une libéralisation des systèmes financiers aura comme conséquence l'amélioration du niveau d'investissement et donc de la croissance. Pourtant, ces deux auteurs considèrent que : « *le paradigme de la répression financière semble constituer, par certains aspects, [...], une parcelle de vérité...mais aussi une vaste exagération* »². L'approche de McKinnon et Shaw mérite donc d'être relativisée.

Au tout début des années quatre-vingt, les travaux de J. Stiglitz et A. Weiss (1981) ont remis en cause les hypothèses d'une parfaite circulation des informations sur les marchés, sans coûts ni entraves. La thèse de la libéralisation financière, remède à tous les maux, stipule qu'il suffit de laisser les forces du marché des capitaux et du marché bancaire agir librement pour que les taux d'intérêt s'alignent à leurs niveaux optimaux et assurent la meilleure allocation possible des ressources. C'était sans compter sur les hypothèses de l'asymétrie de l'information, qui régit particulièrement ce type de marchés³. J. Stiglitz et A. Weiss (1981) montrent dans leur travail que le taux d'intérêt, laissé libre, ne peut à lui seul garantir une allocation optimale des fonds, bien qu'il assure l'équilibre sur le marché des crédits bancaires. Ils expliquent cela par le fait qu'un accroissement du taux d'intérêt, censé absorber l'excédent de la demande de fonds par rapport à leur offre, attire les « mauvais » projets avec des « mauvais » risques (*bad risks*) aux dépens des bons projets. C'est le problème de la « *sélection adverse* » due à l'asymétrie de l'information *ex ante* entre les demandeurs et offreurs de fonds. Ce problème se trouve accentué par un autre, dû à l'asymétrie d'information *ex post*, qui incite les entrepreneurs des mauvais projets déjà sélectionnés, à ne pas rembourser leurs crédits contractés, encouragés justement par l'asymétrie d'information

¹ Dornbush. R et Reynoso. A (1989) : « Financial Factors in Economic Development », *American Economic Review*, Vol 79, N°2, p. 204 cité dans Venet. B (1994) : « Libéralisation financière et développement économique : revue critique de la littérature », http://www.dauphine.fr/eurisco/eur_wp/Nice2.pdf, p. 7.

² *ibid*, p. 7.

³ Stiglitz. J et Weiss. A (1981) : *op. cit.*, p. 393.

qui règne entre les deux contractants, et par le niveau élevé des charges de crédits qui les dissuade d'honorer leurs engagements. Il s'ensuit donc, une fragilisation de la position de la banque, qui risque de s'étendre à tout l'appareil bancaire et touche, par conséquent, l'intégralité de l'appareil productif de l'économie. Tout cela a semble-t-il échappé à R. McKinnon (1973) et E. Shaw (1973) et à leurs théories « libéralisationnistes ».

Y. J. Cho (1986) évoque l'importance des problèmes informationnels sur les marchés de crédit en considérant que : « [...] *les régimes seuls d'intérêts libres ne sont pas suffisants pour assurer une allocation optimale complète du capital lorsqu'il existe des imperfections d'informations. Les banques vont éviter de financer de nouveaux groupes d'emprunteurs productifs parce qu'ils seront perçus comme trop risqués, et cela même si les banques sont neutres au risque ou qu'il n'existe pas d'administration des taux d'intérêt* »¹. Autrement dit, une allocation sélective des crédits, qui est une des caractéristiques spécifiques d'une politique de répression financière, pourrait constituer une réponse aux imperfections des marchés.

II.1.2. Les risques encourus par une hausse des taux d'intérêt

La théorie de la libéralisation financière suppose l'existence d'une relation positive entre le taux d'intérêt réel et l'épargne. Ceci revient à négliger l'effet revenu qui peut résulter d'une hausse du taux de rémunération de l'épargne. Les théoriciens de la libéralisation financière ne semblent prendre en considération que l'effet substitution, faisant confiance au point de vue de R. McKinnon (1973), qui considère que dans les pays en développement, l'augmentation de la rémunération de l'épargne ne peut se traduire que par la hausse de son niveau, étant donné sa faiblesse initiale. Pourtant, du point de vue empirique, cette relation ne semble pas être confirmée. En effet, en dépit de la hausse des taux d'intérêt réels au cours des années quatre-vingt, les taux d'épargne ont reculé en Afrique subsaharienne. Au cours de la période 1965-1973, le taux d'épargne intérieure globale (en pourcentage du PIB) était de 19,3%, avant d'atteindre 23,3% entre 1974 et 1980. Cette tendance s'est renversée, tombant à 18,5% durant la période 1981-1987 et à 16,7% entre 1988 et 1996. Le taux d'intérêt n'a pas d'impact significatif sur le taux d'épargne, et ce pour deux raisons. La première, révélée par les études empiriques, indique que l'impact du taux d'intérêt passe par des effets de substitution, de richesse et de revenu complexes, dont la conjonction ne conduit pas à un signe déterminé *a*

¹ Cho Y. J (1986) : « Inefficiencies from Financial Liberalization in the Absence of Well-Functioning Equity Markets », *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol 18, N°2, p. 196-197 cité dans Venet. B (1994) : *op. cit.*, p. 8.

priori. Ensuite, le taux d'intérêt n'est pas une variable exogène par rapport au taux d'épargne, et il faut expliquer au préalable les causes de ses variations pour saisir son influence¹. A cet égard, les critiques adressées aux théories de la libéralisation financière considèrent que contrairement à ce qui est attendu, une augmentation des taux d'intérêt est de nature à affecter négativement l'épargne, l'investissement et donc la production et la croissance. De plus, comme l'a montré l'expérience de la Turquie au début des années quatre-vingt, une augmentation du taux d'intérêt peut aboutir à une consommation du patrimoine. Si les revenus des actifs réels des épargnants baissent, ces derniers essayeront de les liquider afin de placer les disponibilités dans des comptes rémunérés selon les taux d'intérêt élevés. C'est ainsi que de nombreux ménages turcs détenteurs d'un petit patrimoine, ont déclenché un mouvement de désépargne, suite à l'augmentation des taux d'intérêt, consécutive à la libéralisation financière. De même, un accès plus facile au crédit peut abaisser l'épargne des ménages en relâchant la contrainte de revenu. La libéralisation financière, en déclenchant un fort accroissement des prêts à la consommation, explique, selon A. Blundell-Wignall et F. Browne (1991), la relation négative entre l'endettement des ménages et le taux d'épargne dans la plupart des pays de l'OCDE au début des années quatre-vingt².

La hausse des taux d'intérêts due à la libéralisation financière peut être aussi dommageable pour le secteur bancaire et le gouvernement. En ce qui concerne les banques, celles-ci sont connues pour leur aptitude à transformer les dépôts collectés auprès des épargnants, en des crédits à moyen et long terme. Une hausse du taux d'intérêt servi sur les dépôts peut provoquer la fragilisation momentanée de la position de la banque. En effet, une augmentation du taux d'intérêt créditeur suite à la libéralisation financière réduit la marge bancaire, puisqu'elle ne peut pas compenser cette hausse, par une augmentation des taux sur les prêts qui restent fixes. Il s'ensuit une diminution du taux de profit des banques et d'importantes pertes qui risquent de mettre la banque dans une situation de fragilité transitoire.

L'incidence de la hausse des taux d'intérêt sur le gouvernement se fait sentir à travers son impact sur le déficit budgétaire, puisqu'une telle hausse aggrave le déficit par le renchérissement du service de la dette publique. Par ailleurs, la libéralisation financière « libère » l'économie de la taxe d'inflation et prive l'État des revenus fiscaux qu'il collectait auparavant auprès des banques. Dans le même ordre d'idées, V. Bencivenga et B. Smith

¹ Saïdane, D (2002) : *op. cit.*, p. 10.

² Akyüz, Y (1994) : « Libéralisation financière : mythes et réalités », *Tiers-Monde*, Vol 35, N°139, p. 523.

(1990) montrent qu'étant donné l'absence de marchés financiers directs, laquelle oblige le gouvernement à monétiser son déficit budgétaire, il peut y avoir un degré optimal de répression financière. Ils concluent donc que pour les pays ayant un niveau élevé de déficit budgétaire, il est préjudiciable de suivre une politique de libéralisation financière.

Par ailleurs, la hausse du taux d'intérêt nominal peut dépasser celle du taux d'inflation. Cette situation est assimilable à une « *répression financière supplémentaire* » selon P. Beckerman (1988), qui considère que le taux d'intérêt réel peut être négatif. Ainsi, chercher à rendre les taux d'intérêt réels positifs, c'est introduire des distorsions importantes dans l'économie et handicaper le développement économique.

Les critiques des fondements théoriques de la libéralisation financière relatives à la non considération des marchés financiers informels et à l'exclusion du rôle de l'Etat dans le système financier, forment les principaux reproches émis par l'école néostructuraliste à l'encontre des thèses de McKinnon et Shaw.

II.1.3. L'apport de l'école néostructuraliste

Dans les modèles néostructuralistes, les ménages ont accès à trois catégories d'actifs financiers : l'or ou la monnaie, les dépôts bancaires et les prêts sur les marchés informels. Les marchés informels sont supposés être une alternative et un concurrent au marché bancaire officiel, d'autant plus que les capitaux sont supposés circuler librement entre les deux secteurs. Reste donc à savoir qui est le plus à même de stimuler l'économie, le marché financier formel ou informel. Pour les néostructuralistes, le marché informel remporte ce duel, du fait de l'absence des réserves obligatoires qui pèsent sur les banques. Il s'ensuit, une meilleure allocation des ressources sur le marché informel et la « nocivité » de la libéralisation financière à la McKinnon et Shaw. L'autre critique majeure des néostructuralistes est la nécessité de la présence de l'Etat dans le fonctionnement du système financier. Ils suggèrent, à cet effet, le maintien d'un certain degré de contrôle gouvernemental sur l'appareil financier.

a. L'inexistence du secteur financier informel

Même si les recherches sur le lien entre le développement financier et la croissance se sont focalisées sur le secteur formel, la littérature reconnaît l'existence et le rôle joués par le secteur financier informel dans le développement économique, surtout pour les pays en

développement, où les systèmes financiers et les marchés financiers se caractérisent par l'existence d'un certain dualisme. Ceci signifie la coexistence, côte à côte, d'un système financier formel et d'un autre informel. S. Van Wijnbergen (1983) et L. Taylor (1983) intègrent dans leurs analyses ce dualisme, qui était négligé dans les écrits de McKinnon et Shaw. Selon ces auteurs, ce type de marché peut être un facteur de développement et de croissance économique. Les marchés financiers informels couvrent les activités financières non réglementées par les autorités de la Banque centrale. Contrairement aux institutions financières formelles, les marchés informels utilisent rarement les documents légaux ou le système juridique pour suivre les contrats. Une première catégorie d'agents informels se spécialise soit dans le domaine du crédit, soit dans celui de l'épargne au niveau de ce marché. Une deuxième catégorie effectue les transactions financières sur la base des relations personnelles ou d'affaires. Une troisième catégorie fournit des services d'intermédiation complets entre les épargnants et les emprunteurs. Les institutions qui s'inscrivent sous une législation autre que la législation financière, par exemple les coopératives et les organisations non gouvernementales, sont parfois désignées comme "semi-formelles"¹

L'existence d'une grande diversité d'activités financières informelles, rend difficile l'évaluation de la place qu'occupe la finance informelle dans chaque économie. Cependant, les études empiriques menées suggèrent que l'étendue de la finance informelle est large dans la plupart des pays en développement (C. Bell et *al.* 1997 ; A. Varghese 2005 ; S. Jain 1999). Dans ces pays, la vitalité et le dynamisme du secteur financier informel contribuent à résoudre les problèmes auxquels est confrontée la finance formelle, comme le rationnement du crédit, les coûts élevés de transactions supportés par les emprunteurs, ou à financer les segments de marché habituellement négligés par les institutions financières formelles². Sur ce dernier point, la littérature se divise en deux courants. Le premier courant, dominant, considère que le secteur financier informel ne peut jouer que le rôle de complément au secteur formel. Le deuxième courant, considère que le type de relation entre les deux secteurs est plutôt de nature concurrentielle que complémentaire.

¹ Banque mondiale (1997) : « Les marchés financiers informels et l'intermédiation financière dans 4 pays africains », *Findings*, N°79.

² Mauri. A (2000) : « Informal Finance in Developing Countries », *UNIMI Economics Working Paper*, N°9.

Les tenants du point de vue dominant stipulent que les institutions financières informelles jouent plutôt un rôle complémentaire à celui de la finance formelle. En effet, la finance informelle, selon ce point de vue, sert le segment négligé du marché. Ce financement se fait sous la forme de crédits de court terme, dont l'encours et les garanties ne sont pas très élevés. Les bénéficiaires de ce type de financement sont généralement, les petites entreprises rurales, agricoles ou individuelles, ainsi que les ménages. Ces institutions financières informelles reposent sur des réseaux de relations, sur la réputation et la confiance et peuvent, par conséquent, s'avérer plus efficaces quant au contrôle et à l'application des accords de remboursement, que leurs semblables du secteur formel. Toutefois, les tenants de ce point de vue dominant considèrent que le système financier informel ne peut pas se substituer au système financier formel, en raison de son incapacité à exercer un contrôle d'envergure efficace. Plus récemment et toujours dans le même ordre d'idées, des études empiriques se sont intéressées au rôle critique joué par les réseaux et canaux financiers informels dans les pays développés. L. Guiso et *al.* (2004) ont montré que l'intensité avec laquelle le niveau du capital social affecte le niveau de développement financier diffère selon les régions en Italie. Ce lien est particulièrement important dans les régions où il y a le plus de laxisme dans l'application des lois, ainsi que parmi les populations, les moins éduquées et donc les moins aptes à saisir et comprendre les mécanismes d'octroi et de remboursement de crédits. M. Garmaise et T. Moskowitz (2003) ont montré que même aux Etats-Unis, la finance informelle est importante dans l'amélioration de l'accès au financement. Ils ont pris comme exemple le marché immobilier américain et ont montré que les courtiers ont joué un rôle considérable dans la facilitation de l'accès au financement pour leurs clients. Ces auteurs ont aussi trouvé que ces courtiers et les banques, ont pu monter des réseaux informels entre eux, qui ont eu un effet significatif sur la disponibilité des fonds prêtables¹.

Alors que les travaux présentés ci-dessus montrent l'existence de réseaux informels de financement qui cohabitent et complètent les systèmes formels, une récente littérature vient contrebalancer ce point de vue dominant. En effet, F. Allen et *al.* (2005) et K. Tsai (2002) et K. Linton (2006) considèrent que malgré les faibles protections législatives en Chine et la difficulté d'accès au financement des firmes du secteur privé, ces dernières ont connu une croissance plus rapide et plus soutenue que les entreprises du secteur public (qui disposent de privilèges de financement auprès des institutions financières du secteur formel). Ils expliquent ce succès par leurs recours à des sources de financement alternatives aux sources

¹ Ayyagari, M, Demirgüç-Kunt, A et Maksimovic, V (2008) : « Formal versus Informal Finance : Evidence from China », *Policy Research Working Paper*, N°4465 cité dans Banque mondiale (1997) : *ibid*, p. 3.

traditionnelles et aux structures gouvernementales. En outre, F. Allen et *al.* (2005) considèrent que le cas de la Chine peut être considéré comme un contre-exemple à la théorie de la loi et de la finance¹ de R. La Porta et *al.* (1997b), puisque les firmes chinoises ont réalisé leur essor, en s'appuyant sur des mécanismes informels qui ont échappé à ladite théorie.

R. McKinnon (1973) et E. Shaw (1973) ont totalement négligé la présence des marchés financiers informels, dans leurs approches de la libéralisation financière, pourtant caractéristique principale et spécificité des paysages financiers des pays en développement. En effet, les partisans de la libéralisation financière considèrent que la présence de ce genre de secteur n'est que l'apanage des économies financièrement réprimées. La Banque mondiale (1989) adhère à ce point de vue en affirmant que : « *L'existence de marchés informels est souvent un signe de la répression financière* »². Cette approche est relayée par E. Shaw (1973) qui stipule que : « *Le secteur informel (qui ne constitue qu'un substitut imparfait aux actifs financiers indirects) va devoir faire face à la concurrence accrue d'un secteur financier organisé plus libéralisé* »³. Pourtant, K. Jensen (1989) considère que : « *L'existence d'un marché financier non officiel n'est pas forcément la preuve nécessaire de la répression financière, mais plutôt la manifestation d'une organisation particulière de la production et du marketing.* »⁴. Dans les modèles de S. Van Wijnbergen (1983) et L. Taylor (1983), la présence des marchés financiers informels est déterminante quant à la réussite de la libéralisation financière. En effet, même si une augmentation du taux d'intérêt réel sur les dépôts entraîne un intérêt pour les actifs du secteur formel aux dépens de ceux du secteur financier informel, il n'y aura pas un effet significatif sur la disponibilité des fonds prêtables, du fait de la présence des réserves obligatoires, qui réduisent l'offre réelle totale de crédit pour les entreprises. Par contre, l'exigence des réserves obligatoires n'existe pas, pour le cas du secteur financier informel. Les réserves obligatoires constituées par les banques sont, dans les modèles néostructuralistes, un obstacle à l'intermédiation financière. L'étendue de la contraction de l'offre de crédit est donc déterminée par le degré selon lequel les actifs du secteur financier formel sont remplacés par ceux du secteur informel.

¹ La présentation de cette théorie sera faite au cinquième chapitre.

² World Bank (1989) : « World Development Report 1989 », *Oxford University Press*, New York, p. 67 cité dans Venet. B (1994) : *op. cit.*, p. 9.

³ Shaw. E.S (1973) : « Financial Deepening in Economic Development », *Oxford University Press*, New York, P : 137 cité dans Venet. B (1994) : *op. cit.*, p. 9.

⁴ Jensen, K. (1989) : « Monetary Policy and Financial Development » dans Fitzgerald. E.V. K et Vos. R (eds) : « Financing Economic Development : A structural Approach of Economic Development », *Gower Publishing Company Ltd*, Brookfield, p. 63 cité dans Venet. B (1994) : *op. cit.*, p. 9.

b. L'exclusion de l'intervention gouvernementale

Dans la même lignée de la contestation des idées de libéralisation financière, L. Tylor (1983), S. Van Wijnbergen (1983a), (1983b) et E. F. Buffie (1984) suggèrent le maintien d'un certain degré de contrôle gouvernemental sur le secteur financier, tant que la qualité des institutions et l'environnement politique ne permettent pas l'ouverture financière internationale pour le cas des pays en développement. D'ailleurs, l'expérience des pays du Sud-Est asiatique, nouvellement industrialisés, confirme cette idée et montre que l'intervention gouvernementale pourrait être bénéfique dans les efforts d'amélioration du bien-être collectif, défiant la structure financière à la McKinnon et Shaw qui préconise que toute intervention étatique dans le fonctionnement des marchés financiers ne peut être que nuisible à l'allocation efficace des fonds¹. Une analyse complémentaire comparable, qui est l'œuvre de C. Diaz-Alejandro (1985), a montré que le démantèlement des contrôles étatiques en absence d'un système de régulation adéquat avait des conséquences économiques désastreuses pour les pays de l'Amérique latine. En effet, il stipule que : « *L'expérience des pays de l'Amérique latine [...] nous oblige à être sceptiques par rapport à l'idée que les marchés privés tout seuls arrivent à générer des flux d'intermédiation financière suffisamment élevés pour soutenir un taux de formation de capital fixe de long terme, qui exploite convenablement les taux élevés de revenus sur les investissements de long terme* »²

Les partisans du maintien d'un certain degré de répression financière, répression qu'ils jugent « optimale », considèrent que l'instauration de contrôles spécifiques sur le fonctionnement des marchés financiers, est de nature à corriger les dysfonctionnements que peut connaître ce genre de marchés, à faire baisser le coût du capital pour les entreprises désireuses d'investir et surtout améliore la qualité des emprunteurs en excluant les projets qui présentent des risques élevés. En outre, si une politique de répression financière optimale se conjugue à des plans de promotion de l'exportation, ou à des politiques de crédits préférentiels, elle peut encourager et faciliter les transferts des flux de capitaux à des secteurs technologiques à valeur ajoutée élevée (J. Stiglitz 1989, 1994).

¹ Denizer. C, Desai. R. M et Gueorguiev. N (1998) : « The Political Economy of Financial Repression in Transition Economies », *Policy Research Working Paper*, N°2030 cité dans Banque Mondiale (1997) : *op. cit.*, p. 4.

² Diaz-Alejandro. C (1985) : « Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash », *Journal of Development Economics*, Vol 19, N°1-2, p. 20.

Outre les contestations d'ordre théorique, des études empiriques ont été menées parallèlement pour contrecarrer, par la voie des faits, les affirmations de McKinnon et Shaw. A titre d'exemple, les travaux de B. Eichengreen et D. Leblang (2002) soulignent le rôle des contrôles sur les mouvements des capitaux et leurs capacités à limiter les effets perturbateurs des crises dus notamment à la libéralisation financière. Les auteurs considèrent que les contrôles influencent les performances macroéconomiques selon deux canaux : directement, en agissant positivement sur l'allocation des ressources et l'efficacité de leur utilisation, et indirectement, en limitant leurs effets perturbateurs à l'intérieur et en faisant en sorte qu'ils ne se propagent pas. Parce que ces influences s'exercent dans des sens contraires, il n'est pas surprenant, selon les auteurs, de constater que les études qui ont été faites n'ont pas réussi à conclure si les effets de contrôle penchent d'un côté ou de l'autre. En outre, la vulnérabilité aux crises varie à travers les pays, la structure et la performance du système financier international. Il est donc prévisible de trouver que les effets de la libéralisation du compte capital sur la croissance sont spécifiques et dépendants du contexte en vigueur. En recourant à deux ensembles de données, un panel historique pour 21 pays couvrant la période 1880-1997 et un autre, plus large, pour la période d'après 1971, ils concluent que l'effet net dépend du contexte spécifique : il est positif dans les périodes d'instabilité financière, lorsque la capacité à « isoler » des contrôles des capitaux est précieuse, mais négatif lorsque les crises sont absentes et que l'effet direct (l'effet positif direct sur l'allocation des ressources et l'efficacité) tend à dominer. Toutefois, ils tempèrent leur point de vue en considérant que la libéralisation n'est pas une « malédiction », que ses bénéfices dépassent ses inconvénients quand le système financier domestique et le système financier international ne favorisent pas des crises coûteuses et perturbatrices, et quand des niveaux seuils de développement financier et de développement institutionnel sont atteints. Ce n'est pas le cas actuellement, ce qui nous incite à pencher plus pour une politique de contrôle que pour une politique de libéralisation et d'ouverture, surtout pour des pays en développement. Cette idée de la nécessité d'atteindre des seuils de développement préalables pour pouvoir bénéficier des avantages de l'ouverture financière représente la base de la nouvelle perspective de la globalisation financière que nous verrons dans la sous-section suivante.

II.2. La relation entre la finance et le développement dans un cadre de mobilité internationale des capitaux : une nouvelle vision

L'idée de l'instauration d'une libre mobilité internationale des capitaux entre les différentes banques et les différents marchés financiers, est venue après la prise de conscience, par certains théoriciens et institutions internationales, de l'existence d'obstacles d'ordre politique et institutionnel qui ne permettent pas un développement financier dans des conditions favorables, dans de nombreux pays en développement. La question posée au début des années quatre-vingt était donc : comment peut-on surmonter les obstacles au développement financier ? Ou encore, comment empêcher la politique des contrôles de capitaux, qui était de rigueur à l'époque, de retarder le processus de développement financier dans les pays en développement ? Une des solutions proposées est celle qui a été défendue par la Banque mondiale en 2001¹ ainsi que par R. Rajan et L. Zingales (2003b)². Il s'agit de l'ouverture financière internationale, malgré l'épisode des crises financières qu'a connu un ensemble de pays en développement à la fin des années quatre-vingt-dix. Ces recommandations s'inspirent de l'approche de McKinnon et Shaw relative au développement financier. S'il est vrai que l'ouverture financière internationale permet aux pays qui l'adoptent de bénéficier de certains avantages directs et indirects par rapport au développement financier et même au développement économique, cette insertion dans la finance globalisée peut s'avérer aussi préjudiciable à bien des égards, surtout quand des minimas requis ne sont pas respectés. Nous présentons, dans ce qui suit, les avantages théoriques directs et indirects de l'insertion des pays en développement dans la finance mondialisée ainsi que les coûts et inconvénients d'une telle insertion, pour exposer ensuite les conditions sans lesquelles cette ouverture pourrait être nuisible à l'effort d'expansion dans les pays en développement.

II.2.1. Les avantages directs de l'ouverture financière internationale

Les avantages principaux induits par la globalisation financière sur les secteurs financiers domestiques restent l'opportunité de l'amélioration de la liquidité sur les marchés financiers et la baisse du coût du capital qui en résulte, une meilleure diversification du risque au niveau mondial et la promotion du transfert managérial et technologique dans le domaine financier. Ceci est de nature à stimuler l'investissement et donc la croissance économique, surtout pour les pays en développement.

¹ World Bank (2001) : « Finance for Growth : Policy Choices in a Volatile World », *World Bank and Oxford University Press*, Oxford.

² Rajan. R. G et Zingales. L (2003b) : « Saving Capitalism from the Capitalists : Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity », *Crown Business*, New York.

a. Investissement et baisse du coût du capital

L'existence de pays qui disposent d'un excédent de financement dû à un excès d'épargne rend la perspective d'une ouverture financière internationale intéressante autant que profitable pour les pays qui accusent un besoin et un déficit de financement. L'exemple du Japon, évoqué par H. Rey (2004), est un cas représentatif d'un pays riche ayant une population vieillissante et disposant d'un taux d'épargne élevé pour financer les retraites, mais possédant aussi une économie peu dynamique avec de faibles taux de rendement. Parallèlement au Japon, certains pays en développement présentent des caractéristiques opposées à celles du pays du Soleil-Levant. Ces derniers ont des populations jeunes et souffrent d'un manque d'épargne dû à des revenus faibles, mais disposent de projets d'investissements à rendements élevés. Un transfert de capitaux du Japon vers un de ces pays en développement est profitable pour les deux pays, puisque le Japon bénéficiera d'un rendement meilleur et pourra ainsi mieux financer ses retraites. Le pays bénéficiaire de cet investissement profite aussi de ces flux entrants de capitaux pour générer davantage de revenus et ainsi améliorer son niveau d'épargne interne. Cet exemple montre que la théorie de l'avantage comparatif de D. Ricardo (1817) légitime l'ouverture financière internationale, puisque les deux pays ont intérêt à s'ouvrir pour profiter de l'avantage relatif de l'un par rapport à l'autre. En outre, une augmentation de la liquidité et du volume des fonds prêtables dans un pays, contribue à la baisse du coût du capital du fait de l'accroissement du capital financier disponible et de l'accroissement des investisseurs potentiels. Il s'ensuit un meilleur partage du risque, et le pays qui reçoit les flux financiers s'en trouve stimulé¹.

b. La diversification du risque

L'autre avantage de l'ouverture financière internationale est la possibilité offerte aux investisseurs de diversifier leurs portefeuilles titres. Afin de prévenir les risques inhérents à la détention d'un seul type d'actifs dans un seul pays, la mondialisation financière permet aux investisseurs d'acquérir des actifs divers dans des pays différents. La diversification des portefeuilles, rendue possible par la diversification des produits financiers, permet ainsi un risque plus faible pour un rendement donné ou un rendement plus élevé pour un même niveau de risque². Sur le plan macroéconomique, l'un des avantages de l'ouverture financière

¹ Rey, H (2004) : « Qu'est ce que la globalisation », Université de tous les savoirs, sous la direction de Michaud, Y, *Editions Odile Jacob*.

² Siroen, J. M (2008) : « Une mondialisation financière en crise », *Journée d'études : Les syndicats et les fonds de pension dans la mondialisation : solidarité ou risque*, Ecoles des Hautes Etudes en Sciences Sociales, p. 6

internationale est qu'elle offre à un pays donné la possibilité d'accroître sa consommation, même en face de fluctuations de ses revenus. En présence de marchés financiers domestiques bien développés, les agents économiques d'un pays peuvent se partager les risques entre eux. Cependant, pour s'assurer contre les chocs extérieurs susceptibles de toucher le pays, il vaut mieux avoir une ouverture aux flux internationaux pour que les agents économiques d'autres pays puissent mutualiser d'une manière efficiente leurs risques avec les investisseurs nationaux. Ainsi, l'ouverture financière internationale offre des gains de bien-être, en réduisant la volatilité de la consommation agrégée, et surtout en déconnectant la consommation nationale des revenus nationaux¹.

c. La promotion du transfert managérial et technologique

Les institutions financières internationales apportent aux marchés financiers domestiques de meilleures pratiques de gestion et de direction acquises de leurs expériences antécédentes dans les métiers de la finance et de la banque. L. Goldberg (2004) ajoute aussi que ce genre de pratiques facilite le transfert technologique des institutions étrangères vers les institutions domestiques. En outre, F. Mishkin (2003) considère que cette ouverture permet l'amélioration du contrôle prudentiel, puisque les régulateurs domestiques acquièrent les techniques de gestion des risques qui ont fait leurs preuves, auparavant, dans les pays des nouveaux entrants. Ainsi, la mise en contact d'acteurs économiques nationaux et étrangers permet la mise en place d'un processus bénéfique d'échange de savoir-faire et d'expertises nécessaire à l'essor des systèmes financiers des pays en développement².

Les institutions financières étrangères ne disposent pas, en revanche, du même avantage informationnel que les institutions domestiques. Elles agissent donc de sorte à optimiser l'environnement institutionnel afin d'améliorer l'accès à l'information financière et pallier le déséquilibre informationnel de départ. Les théoriciens classent cet avantage dans la catégorie des avantages bilatéraux ou indirects induits par l'ouverture financière internationale.

¹ Kose. M. A, Prasad. E. S et Terrones. M. E (2007) : « How Does Financial Globalization Affect Risk Sharing? Patterns and Channels », *IMF Working Paper*, N°238, p. 3.

² Mishkin. F (2007) : « Is Financial Globalization Beneficial », *Journal of Money, credit and Banking*, Vol 39, N°2-3, p. 272.

II.2.2. Les avantages indirects de l'ouverture financière internationale

F. Mishkin (2006) considère que l'ouverture des marchés financiers nationaux aux capitaux étrangers, ainsi que la possibilité d'appropriation de parts des capitaux des institutions financières domestiques par des institutions financières étrangères sont de nature à promouvoir le développement financier dans un pays donné, puisque cela aiguise la concurrence sur les marchés bancaires et financiers domestiques¹. En effet, lorsque les firmes domestiques peuvent emprunter auprès d'établissements de crédits étrangers ou d'institutions financières internationales ayant des filiales locales, cela risque de faire perdre des parts de marché aux institutions financières domestiques. Afin de compenser cette perte, ces dernières ont intérêt à chercher de nouveaux clients profitables pour leur accorder des crédits. Or, pour ce faire, ces établissements ont besoin d'un certain type d'information sur les éventuels emprunteurs, afin de mieux les superviser et minimiser les risques de crédit. Les institutions financières domestiques seront donc favorables aux réformes institutionnelles visant à améliorer les normes comptables, les systèmes de dissémination des informations financières, ainsi que le cadre légal qui régit les faillites et les garanties. Dans le même ordre d'idées, A. Kose et *al.* (2003, 2006) défendent ce qu'ils considèrent comme la nouvelle perspective de la relation entre l'intégration financière et le développement dans les pays émergents. Cette vision se distingue de ce qu'ils appellent l'approche traditionnelle. En effet, ils expliquent que les avantages réels de l'ouverture financière internationale ne résident pas seulement dans l'accroissement du volume des capitaux entrants, mais plutôt dans ce que l'afflux des capitaux implique comme réformes et innovations. C'est ce que A. Kose et *al.* (2003, 2006) appellent les « avantages collatéraux » (*collateral benefits*)², dans le sens que ces bénéfices ne sont pas le principal objectif escompté par les pays consentant l'intégration financière internationale³, mais apparaissent plutôt comme un « produit fatal » de cette ouverture. Avec la globalisation financière, les institutions financières domestiques encourageront donc les réformes des systèmes légaux et l'amélioration de l'infrastructure institutionnelle, les réformes macroéconomiques et les réformes financières. Ceci leur permet, non seulement, d'améliorer leurs profits, mais aussi de renforcer leurs droits de propriété, qui favoriseront directement l'investissement. A. Kose et *al.* (2006) proposent ce schéma pour mieux expliquer la différence entre la vision traditionnelle et la nouvelle vision de la relation entre l'ouverture

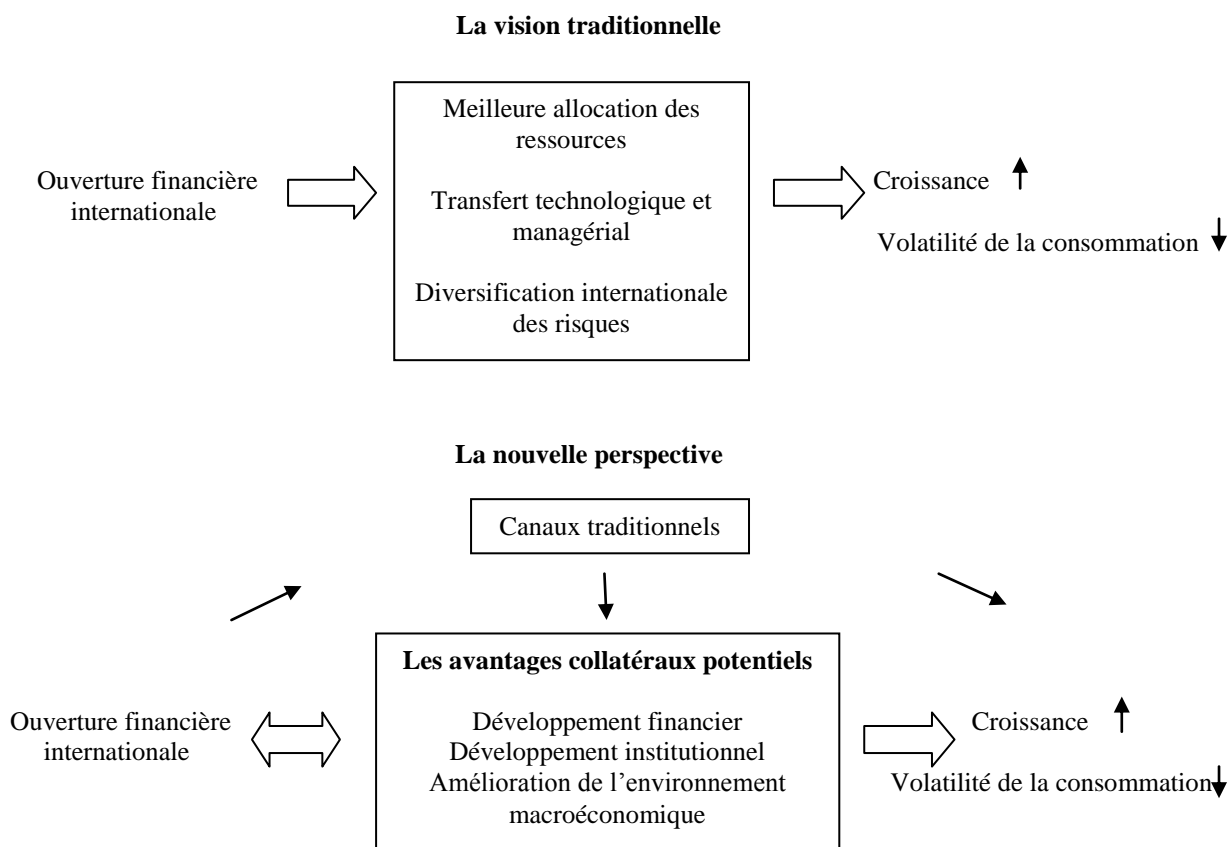
¹ *ibid.*, p. 271.

² Kose. A, Prasad. E, Rogoff. K et Wei. S. J (2006) : « Financial Globalization : A Reappraisal », *IMF Working Paper*, N°189, p. 33.

³ L'objectif principal étant les avantages directs présentés ci-haut.

financière internationale et la croissance¹.

Schéma I. 2. La différence entre la vision traditionnelle et la nouvelle perspective de la relation entre l'ouverture financière internationale et la croissance



Ceci étant, la réalité sur les avantages de la libéralisation financière est assez complexe, voire controversée. Sinon, comment peut-on expliquer les crises à répétition qu'ont connues les pays en développement dès qu'ils ont adopté des politiques d'ouverture financière internationale ? Pourquoi donc, l'ouverture internationale des marchés financiers n'apporte-t-elle pas toujours les effets escomptés ? La réponse est que si l'ouverture de l'économie aux flux des capitaux internationaux n'est pas bien préparée en amont, et si elle n'est pas bien orchestrée par la suite, elle peut s'avérer nuisible et être à l'origine de beaucoup d'inconvénients au développement.

¹ Kose. A, Prasad. E, Rogoff. K et Wei. S. J (2006) : *op. cit.*, p. 34.

II.2.3. Les inconvénients de l'ouverture financière internationale

La théorie économique attribue à l'ouverture financière internationale des inconvénients potentiels à la réalisation du développement pour les pays émergents. En premier lieu, elle tend à accroître la probabilité des crises financières pour les pays en développement ; elle provoque aussi le phénomène de la contagion bancaire et enfin, elle facilite l'évasion fiscale et le blanchiment d'argent.

a. Les crises financières

Les crises financières se définissent comme des épisodes d'hémorragies soudaines de capitaux. Elles s'accompagnent généralement par une dévaluation massive de la monnaie locale et d'une implosion du système bancaire¹. Les racines des crises financières remontent assez souvent aux premières années où les pays entreprennent la libéralisation financière externe. Les crises, dans ces cas, sont provoquées par le relâchement des restrictions qui empêchaient auparavant les institutions financières de prêter au taux du marché et d'emprunter à l'étranger. En outre, la genèse de la majorité des crises financières connues se trouve toujours dans les périodes d'euphorie générale qui précèdent les crashes. Durant les premières phases du processus d'ouverture, les performances économiques des pays en développement sont toujours solides : disponibilité des fonds prêtables, taux élevé de croissance, inflation maîtrisée, etc. Sauf que ces phases d'euphorie cachent toujours des dysfonctionnements compromettants, comme l'existence d'importants déficits budgétaires. Mais c'est la mauvaise gestion de l'ouverture financière internationale qui fait suite à la phase de l'euphorie générale, qui représente la cause principale de la survenance des crises financières.

Le processus d'ouverture financière externe conduit le plus souvent à des prises de risques excessives de la part des banques, pour compenser la perte de pouvoir du marché résultant de l'entrée de nouvelles banques. De plus, avec la levée des restrictions qui prévalaient, les banques sont davantage encouragées à octroyer des crédits, même en présence d'un filet de sécurité gouvernemental. Puisque le marché ne peut pas « sanctionner » les banques, en cas de prise de risques excessifs de leur part, ces dernières continuent à distribuer des crédits sans se soucier de la qualité des emprunteurs qui les sollicitent². Non seulement les

¹ Rey. H (2004) : *op. cit.*, p. 10.

² Pour le cas des crises du sud-est asiatique, les banques ont augmenté leur distribution de crédits à raison de 15 jusqu'à 30% par an, contribuant à la création d'une bulle financière.

banques se sont mises à distribuer les crédits d'une façon aléatoire et peu étudiée, mais elles ont aussi octroyé des crédits à des entreprises opérant dans des secteurs peu connus par les banquiers. Ceux-ci n'avaient pas l'expérience de gérer les nouveaux risques survenus après l'ouverture financière, ni d'affronter le boom du crédit (dont ils étaient les responsables) qui a eu lieu après la libéralisation financière externe.

Cependant, il est important de signaler que ce n'est pas seulement le manque d'expérience des banquiers qui peut être la source de la crise ; l'existence du filet de sécurité gouvernemental peut créer aussi un problème d'aléa moral et incite les banques à prendre des risques excessifs, alimentant ainsi la bulle financière. C'est ce qui explique la survenance de crises financières dans des pays où les secteurs bancaires sont développés, tels les Etats-Unis et le Japon durant les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix.

Le relâchement de la supervision et du contrôle bancaire couplé au manque d'expérience des banquiers à gérer le boom du crédit, en plus de l'aléa de moralité dû à l'existence du filet de sécurité gouvernemental, font que la proportion des créances douteuses augmente dans le bilan des banques, du fait de l'incapacité et du laxisme des banquiers à contrôler les emprunteurs et à vérifier leurs aptitudes de remboursement. Cette détérioration de la qualité des actifs bancaires, relativement à leurs passifs, rend plus difficile leurs possibilités de refinancement. Disposant de moins de capitaux, les banques deviennent plus « frileuses » quant à l'octroi des crédits, d'où le phénomène d'assèchement du crédit, ou « *credit crunch* ». La bulle financière commence donc son implosion.

En outre, la sensibilité du rôle des banques tient à leur possibilité de collecter les informations sur les entreprises. Le savoir-faire et le capital-connaissance, acquis dans les relations qu'elles entretiennent avec leurs clients, font que les banques sont primordiales dans le processus de financement de l'économie. L'éclatement de la bulle financière et l'assèchement du crédit qui s'ensuit impliquent que le système financier ne dispose plus d'institutions capables de traiter les problèmes d'aléa moral et de sélection adverse. Suite à la raréfaction des fonds prêtables, les entreprises ne peuvent plus financer leurs projets d'investissement, et il en résulte donc une contraction de l'activité économique en général¹.

¹ Mishkin. F (2006) : *op. cit.*, p. 275.

b. La contagion bancaire

La détérioration de la qualité des actifs bancaires, si elle est importante et si elle persiste, peut causer une situation de panique bancaire et la mise en difficulté, voire la faillite de plusieurs banques à la fois. Lorsqu'une banque se trouve en situation de faillite, elle peut provoquer de pareilles situations pour d'autres banques, même si elles sont saines à la base. En effet, quand une banque se trouve en difficulté et n'arrive plus à rembourser les fonds de refinancement empruntés par les autres banques sur le marché interbancaire, elle transmettra via ce canal ses difficultés à la banque créditrice. Celle-ci ne retrouvera plus les fonds nécessaires à son activité de crédit, ce qui la mettra à son tour en difficulté, même si elle n'est pas la première responsable de la formation ni de l'éclatement de la bulle financière. C'est ce qui s'appelle la contagion bancaire par l'effet domino ou aussi le risque systémique : la faillite et la chute d'une seule banque atteignent tout le système. Par ailleurs, la faillite d'un ensemble de banques sur une courte période de temps signifie qu'il y a un déficit de collecte d'informations ainsi qu'un déficit de l'intermédiation financière de tout le système bancaire. La conséquence ultime de la panique bancaire et de son corollaire, la contagion bancaire, est une aggravation des problèmes de l'asymétrie de l'information, une contraction de l'activité de prêt pour le financement des projets d'investissement et donc une contraction de l'activité économique d'une façon générale.

La solution pour prévenir la formation de la bulle financière et éviter ses conséquences néfastes, réside dans la régulation prudentielle et la supervision du système bancaire pour empêcher les prises de risques excessives par les banques. Néanmoins, l'ouverture financière internationale est toujours adoptée avec des systèmes de réglementation prudentielle et de supervision bancaire inadaptés aux exigences de la mondialisation financière. A titre illustratif, les pays du Sud-Est asiatique n'ayant pas été atteints aussi sévèrement par les conséquences de la crise étaient le Singapour, Hong Kong et Taïwan, qui avaient de solides systèmes de réglementation prudentielle.

c. Evasion fiscale et blanchiment d'argent

Le développement des moyens de télécommunications et d'Internet permet aux particuliers de réaliser des transactions financières électroniques et rend les mouvements de capitaux rapides, denses et continuels. H. Rey (2004) considère que cette forme de développement financier facilité par le progrès technique contribue à l'évasion fiscale et au

blanchiment de l'argent en tenant secrets certains virements et transactions effectués sur les places financières. La mondialisation financière peut se traduire aussi par la multiplication de sociétés écrans et de montages financiers douteux¹.

Certaines études empiriques s'intéressant à la relation entre l'ouverture financière et la croissance trouvent qu'il pourrait y avoir des effets de seuil (A. Abiad et *al.* 2007 ; M. A Kose et *al.* 2006 ; H. Ito 2006 ; M. Chinn et H. Ito 2002). Autrement dit, la libéralisation des mouvements de capitaux semble avoir des effets positifs sur l'économie uniquement après un certain niveau de développement. Dans ce sens, le développement institutionnel et le cadre législatif semblent primordiaux. Une réglementation bancaire appropriée pour le contrôle des prises de risque et des institutions politiques peu corrompues sont aussi des éléments essentiels pour pouvoir bénéficier des bienfaits de l'ouverture financière (H. Rey 2004).

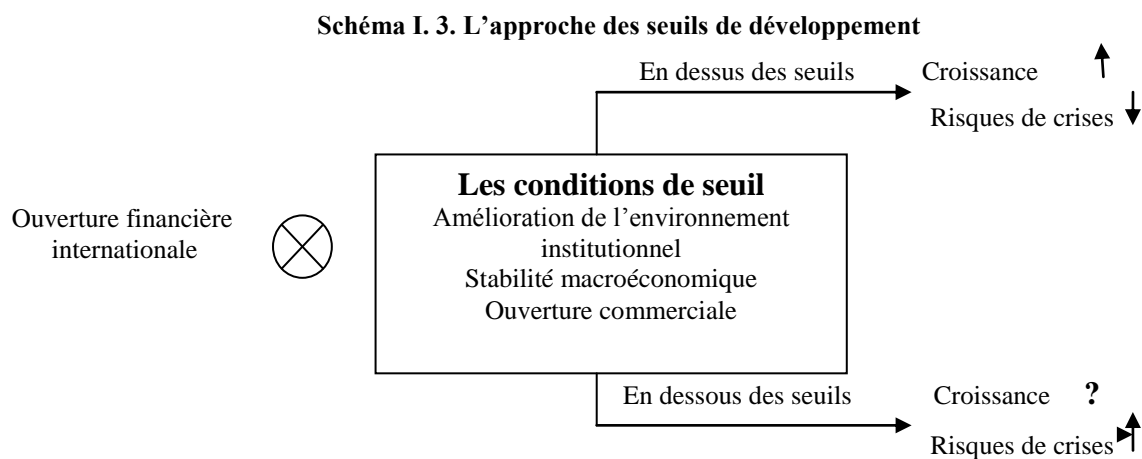
II.2.4. L'approche des seuils de développement

Le principal problème qui peut empêcher certains pays en développement de profiter des avantages directs et indirects de la libéralisation financière énumérés plus haut, est que ces pays n'ont pas atteint le seuil de développement institutionnel minimum requis. Les études empiriques menées dans ce sens ont montré qu'une ouverture prématurée du secteur financier sans disposer auparavant d'un système financier solide et bien contrôlé, d'institutions fiables et d'un environnement macroéconomique stable risque de porter préjudice à toute l'économie du pays, en le rendant sensible à l'arrêt ou au reflux soudain des capitaux. L'accent était surtout mis sur la nécessité de disposer d'un environnement institutionnel adéquat à l'éclosion des systèmes financiers, puisque c'est la composante qui manque le plus aux économies des pays en développement et qui fait qu'elles accusent un retard d'expansion économique vis-à-vis des autres pays. En effet, quand les droits de propriété ne sont pas protégés ou que le système judiciaire n'est pas efficace, les investissements directs étrangers n'arrivent pas à réaliser les avantages pour lesquels ils étaient destinés. Les investisseurs étrangers sont réputés être des investisseurs qui retirent subitement leurs fonds et qui s'enfuient pour les placer ailleurs au moindre signe de trouble (*cut and run*)². Un pays ne disposant pas du régime et des lois adéquats à l'insolvabilité des firmes risque donc d'être très affecté en cas de panique, précipitant la faillite des entreprises dans lesquelles des capitaux étrangers ont été investis. De plus, la nature des investissements étrangers peut être sensiblement différente en

¹ Rey, H (2004) : *op. cit.*, p. 11.

² Prasad, E et Rajan, R (2008) : « A Pragmatic Approach to Capital Account Liberalization », *IZA Discussion Paper Series*, N°3475, p. 8.

fonction de la qualité des infrastructures institutionnelles du pays. L'infrastructure institutionnelle désigne la qualité de la gouvernance publique et privée, l'autorité législative, la transparence du gouvernement, le niveau de la corruption, etc¹. A. Faria et P. Mauro (2005) estiment qu'une bonne qualité institutionnelle dans une économie émergente contribue à attirer davantage d'investissements directs étrangers au détriment des investissements de portefeuille. Ces derniers sont plus risqués et plus faciles à retirer en cas de panique. L'autre avantage des IDE est qu'ils impliquent davantage les investisseurs étrangers dans la gouvernance et permettent le transfert technologique et managérial que n'autorisent pas les investissements de portefeuille². A. Kose et *al.* (2006) ont essayé d'illustrer cette nouvelle vision de la nécessité de disposer de seuils de développement minimum par le schéma ci-dessous³.



Le graphique ci-dessus montre que les conditions de seuil sont identiques aux bénéfices collatéraux de l'ouverture financière internationale. Ceci explique que l'ouverture financière internationale puisse jouer le rôle de catalyseur des avantages collatéraux, comme elle peut accentuer les risques au cas où ces conditions ne sont pas satisfaites. L'objectif du dernier chapitre de la présente thèse est de calculer ces seuils de développement institutionnel à partir desquels l'ouverture à la finance internationale commencera à faire bénéficier les pays qui l'adoptent des avantages collatéraux défendus par A. Kose et *al.* (2006).

¹ Nous reviendrons avec plus de détails sur la relation entre le développement institutionnel et le développement financier à l'occasion du chapitre V.

² Faria. A et Mauro. P (2005) : « Institutions and the External Capital Structure of Countries », *IMF Working Paper*, N°236, p. 5.

³ Kose. A, Prasad. E, Rogoff. K et Wei. S. J (2006) : *op. cit.*, p. 36.

Conclusion

L'objet de ce premier chapitre était de mettre en valeur le rôle que peut jouer le système financier dans le processus de développement et la réalisation de la croissance économique. C'est ce qui nous a incité, du reste, à nous intéresser à la problématique du développement financier qui est le thème général de la présente thèse. Après la définition du concept de développement financier et l'exposé de la littérature économique traitant du sujet, nous avons pu remarquer l'émergence d'une nouvelle littérature mettant l'accent sur la nécessité de se doter d'un ensemble de conditions préalables à la réalisation du développement économique par le biais du développement financier. Il s'agit notamment de réaliser le développement des infrastructures institutionnelles d'un pays donné. L'approfondissement et l'analyse de ces conditions préalables ainsi que l'importance du développement institutionnel feront l'objet des troisième et cinquième chapitres. Auparavant, nous essayons de mettre en exergue, dans le deuxième chapitre, le « bilan de santé » des systèmes financiers des pays de la région qui nous intéressent dans ce travail, à savoir les pays du bassin sud de la Méditerranée, en nous basant sur des indicateurs standards d'agrégats monétaires mais aussi sur des indicateurs relatifs au développement du secteur financier bancaire et du secteur financier non bancaire. L'objectif de cette étude est de délimiter notre point de départ, afin de classer ensuite les pays en fonction de leur état de développement financier. Ce chapitre comportera aussi des données qualitatives et quantitatives qui renseignent sur la qualité de l'environnement institutionnel, la régulation et la supervision des institutions financières.

Le développement financier dans les pays de la rive sud de la Méditerranée

Les gouvernements des PSM ont entamé, depuis les deux dernières décennies, des programmes de mise à niveau et de restructuration de leurs systèmes financiers, visant ainsi à créer les conditions idéales à l'essor et au développement de leurs secteurs financiers pour une participation plus active, et un rôle plus important dans l'économie. Ces réformes ont été menées suivant différents degrés et à grande échelle. A cet égard, il existe des différences entre les niveaux de développement financier des pays de la région. Le développement financier relatif des PSM demeure en retard par rapport à celui d'autres régions du monde, comme les pays du Sud-Est asiatique. Selon les experts qui s'intéressent à la situation financière des PSM, un facteur empêche les secteurs financiers de jouer pleinement le rôle de catalyseur de la croissance économique dans ces pays. Il s'agit de la qualité de l'environnement institutionnel et légal, qui n'est pas en synergie avec les progrès enregistrés dans le secteur financier.

Nous étudions donc, dans la première section, un ensemble d'agrégats, indicateurs et ratios financiers conventionnels qui vont nous aider à analyser l'état actuel du développement des systèmes financiers. Nous proposons dans la deuxième section, une étude spécifique des systèmes bancaires et des secteurs financiers non bancaires. Nous terminons par une troisième section consacrée à l'étude de l'état de l'environnement institutionnel et politique pour l'ensemble des pays de la région.

I. Evaluation des agrégats monétaires et des taux d'intérêt

Il faut noter que, puisque les secteurs financiers dans les PSM sont dominés par le secteur bancaire, quelques agrégats monétaires, qui vont être exposés, reflètent les opérations des autorités monétaires et des banques commerciales. Par ailleurs, les agrégats monétaires et financiers conventionnels ne peuvent pas fournir une image exhaustive de l'état de développement du secteur financier, puisqu'ils ne peuvent pas appréhender l'aspect qualitatif des réformes du secteur, comme la qualité de l'environnement institutionnel, l'ouverture sur l'extérieur, la qualité de la régulation, etc. C'est la raison pour laquelle, nous présentons une

étude effectuée par une équipe d'experts du FMI¹ qui ont élaboré un indice d'ensemble combinant des aspects qualitatifs et quantitatifs afin de pouvoir comparer l'état de développement financier entre les pays et en établir un classement, que nous exposons à la fin de cette première section². Toutefois, les agrégats financiers « traditionnels » peuvent nous renseigner sur les tendances des principaux indicateurs financiers.

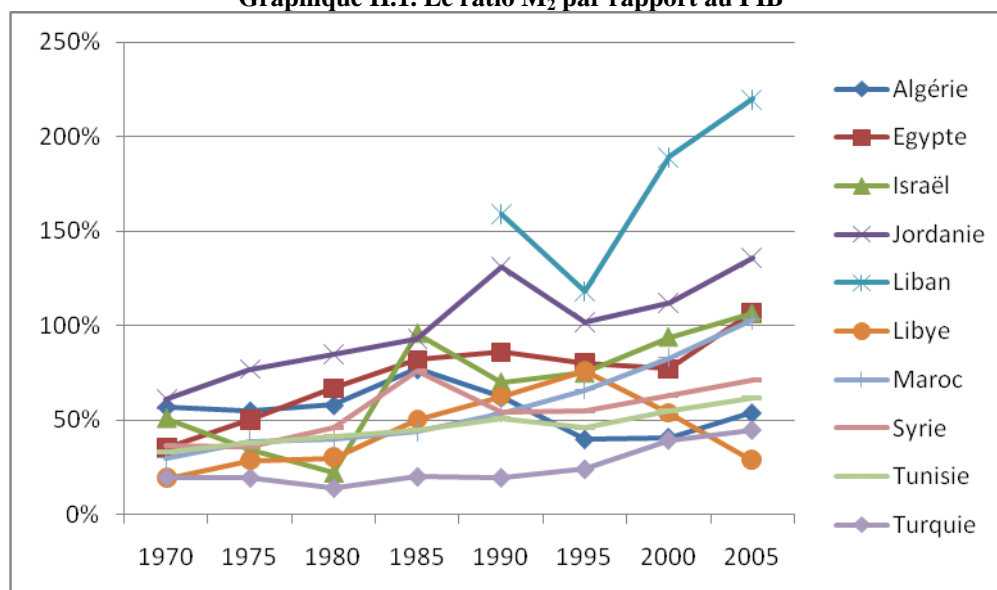
I.1. Le taux de liquidité de l'économie

Ce ratio, calculé par le rapport de l'agrégat monétaire M_2 et le PIB, nous donne une idée sur la taille et l'approfondissement du secteur financier et du développement financier. Ce rapport est considéré aussi comme le taux de liquidité de l'économie. Le ratio tend à s'accroître quand le système financier se développe, quand la portée des instruments d'épargne s'élargit et quand la liquidité s'accroît dans l'économie. Il tend par contre à baisser quand les formes d'épargne non placée auprès des banques se développent, puisque l'agrégat M_2 est la somme de M_1 (qui est la valeur des billets de banque, des monnaies divisionnaires en circulation, des dépôts à vue en unités monétaires mobilisables par chèques, gérés par les établissements de crédit et la poste) et la quasi-monnaie, c'est à dire les livrets bancaires ordinaires (dépôts à terme), les certificats de dépôts, les comptes spéciaux d'épargne, les autres comptes d'épargne et les avoirs en devises étrangères. Toutefois, il convient d'attirer l'attention sur un inconvénient de cet indicateur. En effet, un ratio élevé de M_2 par rapport au PIB est censé représenter une liquidité élevée du système. Or, il se peut que ce ratio diminue à mesure que le système financier se développe. C'est le cas quand les agents économiques ont d'autres alternatives de placement de long terme plutôt que des placements liquides de court terme. Le graphique ci-dessous fournit une évolution de ce ratio pour les pays concernés depuis 1970 jusqu'à 2005.

¹ Creane. S, Goyal. M, Mobarak A. M et Sab. R (2007) : « Measuring Financial Sector Development in the Middle East and North Africa : A New Database », *IMF Staff Papers*, Vol 53, N°3.

² Une présentation détaillée des caractéristiques des systèmes financiers des pays de la région ayant construit la base de calcul de cet indice d'ensemble fait l'objet de l'annexe II.

Graphique II.1. Le ratio M_2 par rapport au PIB



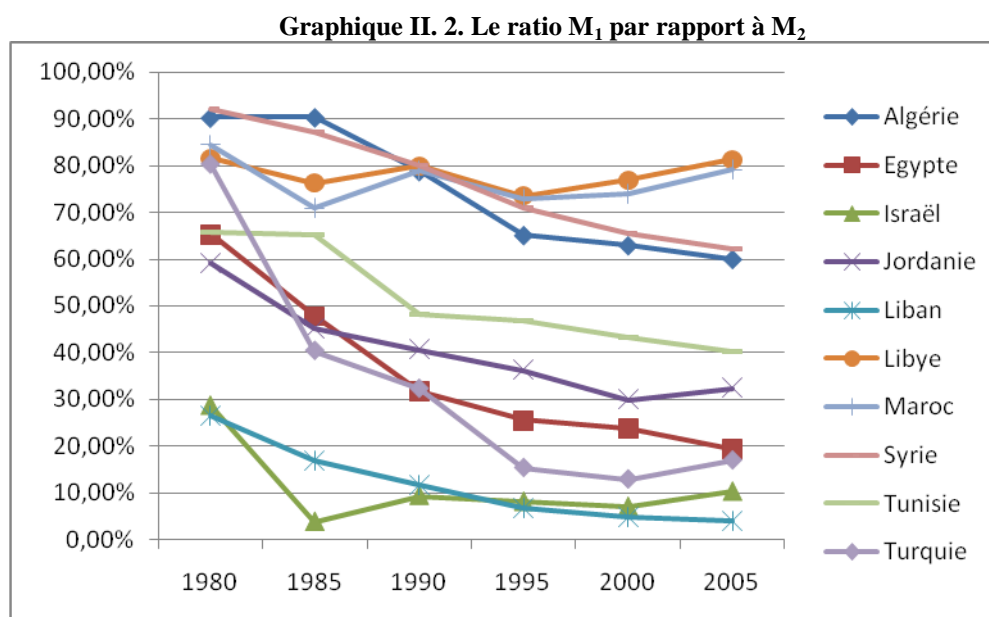
Source : Propre graphique à partir des statistiques de la Banque mondiale (World Development Indicators)

Ce graphique montre que la Jordanie bénéficie d'un secteur financier relativement développé, selon ce ratio, par rapport aux autres pays de la région. Nous constatons aussi un accroissement de ce ratio pendant la dernière décennie, au Maroc, en Tunisie et en Syrie, ce qui signifie une amélioration de l'accès aux services offerts par le secteur bancaire dans ces pays. Le ratio a enregistré également un accroissement en Egypte, malgré un léger changement survenu à partir du milieu des années quatre-vingt. En Algérie, le ratio a commencé à baisser à partir des années quatre-vingt-dix, mais cette baisse est due, vraisemblablement, à une augmentation plus rapide du PIB par rapport à l'agrégat M_2 , grâce à l'amélioration des recettes d'exportation du pétrole et de l'énergie au cours de ces dernières années. Cette baisse peut être aussi due à l'introduction de nouveaux instruments financiers comme ce fut le cas en Jordanie qui a entrepris des réformes du secteur financier à partir de cette date.

I.2. Le ratio M_1 par rapport à M_2

Similairement, le développement des systèmes financiers à travers le temps peut être examiné en recourant au ratio M_1 par rapport à M_2 . Il renseigne sur l'étendue de l'attraction de l'épargne par le secteur financier. L'examen du ratio à travers le temps, peut être un bon indicateur de la « vitesse » avec laquelle le secteur financier se développe. Plus la confiance dans le système bancaire s'accroît, plus les produits de l'épargne financière deviennent disponibles et plus le ratio tend à décroître, puisque l'épargne passe d'une épargne de courte période à une épargne de longue période.

Le graphique 2 ci-dessous, montre qu'il peut y avoir une classification des pays de la région en trois sous-groupes, en fonction du niveau du ratio M_1/M_2



Source : Propre graphique à partir des statistiques de la Banque mondiale

* Le premier sous-groupe comporte la Syrie, l'Algérie, le Maroc et la Libye : ces pays enregistrent les plus hauts niveaux dudit ratio (plus de 90% pour l'année 1980 pour la Syrie et l'Algérie), ce qui dénote le rôle limité des instruments d'épargne au sein de leurs systèmes financiers de ces pays. Ce ratio a connu des progrès lents depuis cette période, stagnant à plus ou moins 70% pour l'année 2005 ;

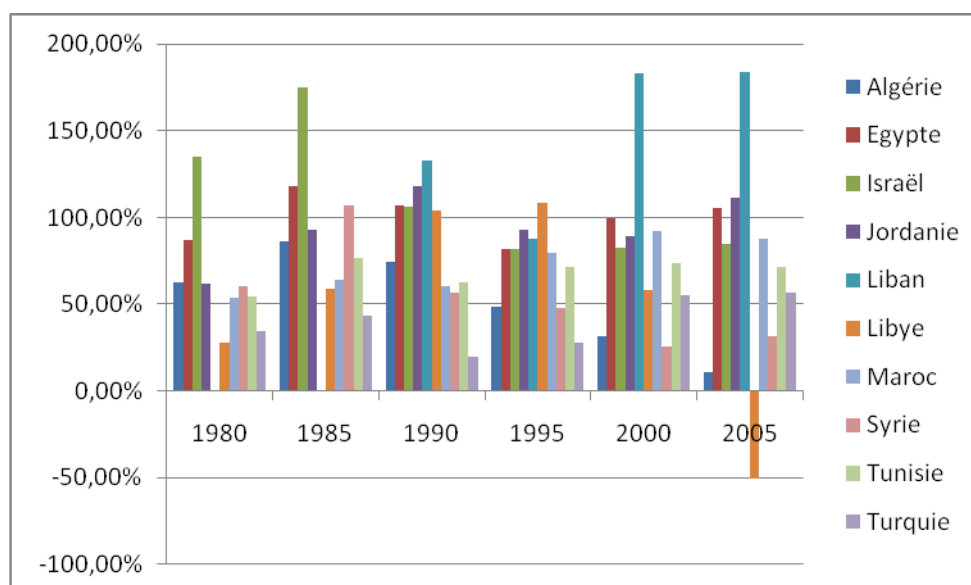
* Le deuxième sous-groupe comprend la Turquie, l'Égypte, la Jordanie et la Tunisie : ces pays commencent avec un ratio de 60 à 80 % pour l'année 1980 mais ils ont développé leurs secteurs financiers assez rapidement, atteignant des niveaux de 15%, 25%, 30% et 45% respectivement en 2000. Une confirmation de cette tendance est enregistrée en 2005, sauf pour le cas de la Turquie et de la Jordanie où le ratio était reparti à la hausse, sans pour autant atteindre les niveaux des pays du premier sous-groupe ;

* Le troisième sous-groupe comporte le Liban et Israël, qui avaient initialement un taux bas (aux alentours de 30% pour l'année 1980) ayant descendu jusqu'à moins de 10% pour l'année 2000. En 2005, Israël a connu une augmentation du ratio, par rapport à son niveau de 2000, mais il demeure relativement bas comparé aux autres pays de la région.

I.3. Les crédits domestiques par rapport au PIB

Le ratio des crédits domestiques fournis par le secteur bancaire par rapport au PIB peut donner une indication sur le degré selon lequel le secteur bancaire formel joue un rôle dans les pays de la région. Le graphique 3 présente une illustration de l'évolution de ce ratio pour l'ensemble des pays sélectionnés.

Graphique II. 3. Les crédits domestiques par rapport au PIB



Source : Propre graphique à partir des statistiques de la Banque mondiale

Le ratio a connu une augmentation dans de nombreux pays particulièrement en Libye et en Jordanie entre 1985 et 1990, contre une baisse importante pour Israël et la Syrie pour la même période. La Turquie, le Liban et le Maroc ont enregistré une amélioration significative à partir de 1995. La Tunisie a présenté, quant à elle, une amélioration constante et régulière du ratio tout au long de la période considérée. Même constat pour l'Égypte, mais dans une moindre mesure, hormis la baisse enregistrée entre 1990 et 1995. Une analyse plus approfondie des données montre que pour 1990, l'augmentation rapide des crédits domestiques, en termes absolus, est expliquée par une hausse de la demande de financement de l'État par les banques commerciales, et que le PIB a connu une croissance deux fois plus importante que celle des crédits, grâce à l'amélioration des recettes pétrolières. Cependant, en Israël, la proportion des crédits domestiques par rapport au PIB a baissé à partir de 1980, ceci est dû essentiellement à une constante diminution de la demande de financement du gouvernement par les banques, parallèlement à une diminution du déficit budgétaire, avec une part de crédits au secteur privé qui demeure constante. Le cas de la Libye est similaire, où la

part des crédits distribués par les banques apparaît sous un signe négatif pour l'année 2005, ce qui signifie que le remboursement des crédits a dépassé la demande de financement. Cette autosuffisance financière peut s'expliquer par l'accroissement des recettes pétrolières et la décision du gouvernement libyen de redistribuer ses revenus supplémentaires à ses citoyens.

Toutefois, la simple mesure de la part des crédits domestiques dans le PIB ne permet pas d'avoir une indication complète et une idée plus claire sur le développement du secteur financier. Il convient alors d'analyser la composition même des crédits domestiques.

Le clivage entre le secteur public et le secteur privé dans la composition des crédits domestiques peut donner une indication sur le rôle de l'Etat dans le secteur financier et le secteur réel de l'économie. A titre d'exemple, la participation étatique est relativement élevée en Algérie où moins de 20%¹ des crédits sont alloués au secteur privé. Cette faible part de financement du secteur privé par les banques est expliquée par un climat qualifié de risqué et non propice au lancement de projets d'investissement. Ajoutons à cela une réticence des banques à prêter, étant donné la part importante de crédits accordés à des projets improductifs pour les entreprises étatiques. C'est pratiquement la même situation qui prévaut en Syrie, où l'Etat domine : le ratio se situe autour de 30% (à peu près 10% du PIB). Néanmoins, dans les pays qui ont entrepris des réformes de leurs secteurs financiers comme l'Egypte et le Maroc, la part des crédits au secteur privé par rapport à la totalité des crédits s'est améliorée à partir de 1990. En Egypte, cette part est passée de 30% au début des années quatre-vingt-dix à 60% à la fin de la décennie, alors qu'au Maroc, ce ratio est passé de 34% à 60% pour la même période.

Toutefois, ce ratio illustre bien la divergence des points de vue concernant la notion de développement financier. Selon les standards internationaux, une présence étatique importante dans le secteur financier n'est pas un signe de développement financier, puisqu'il faut privatiser le secteur en y éliminant la présence de l'Etat. Dans notre logique, il convient de laisser une place de choix à l'Etat et de ne pas se livrer automatiquement à la privatisation, dans un cadre d'ouverture financière maîtrisée et progressive. En effet, l'expérience des pays du Sud-Est asiatique avec la libéralisation financière nous a révélé qu'un désengagement précipité de l'Etat ne peut être que préjudiciable à la solidité du système financier². Plus récemment aussi, la survenue de la crise des *subprimes* et ses conséquences sur l'ensemble de

¹ Hoskins. I (2003) : « Financial System Development, Bank and Non-Bank Finance, in Mediterranean Partner Countries », *Second Euro-Mediterranean Regional Economic Dialogue*, p. 6.

² L'expérience la plus caractéristique de ce cas est celle de la Corée, étudiée dans le quatrième chapitre.

la planète financière viennent confirmer l'importance et le rôle décisif que peut jouer l'Etat dans la recherche de solutions aux problèmes posés par la crise, à défaut de jouer un rôle préventif.

I.4. Les taux d'intérêt

La détermination des taux d'intérêt, exclusivement par les forces du marché, représente un indicateur de libéralisation interne du secteur financier¹. Durant les années quatre-vingt-dix, plusieurs pays de la région ont réalisé des progrès dans la libéralisation de leurs taux d'intérêt. C'est le cas de l'Algérie, de l'Egypte, de la Jordanie, du Maroc et de la Tunisie. Toutefois, en Syrie, les taux d'intérêts sont restés contrôlés et des instruments directs d'action sur leurs niveaux, sont souvent utilisés pour des opérations de politique monétaire.

La libéralisation des taux d'intérêt devrait normalement déboucher sur une diminution des marges bancaires², puisque le niveau de celles-ci est un indicateur important de la compétitivité et de l'efficacité du système bancaire. Elle témoigne aussi d'une baisse de la prime de risque sur les crédits, ce qui signifie une amélioration de la confiance entre les banques (ou les prêteurs d'une façon générale) et les investisseurs ou emprunteurs. C'est le cas de la plupart des pays de la région, comme le montre le graphique 4.

Tableau II. 1. Les marges bancaires

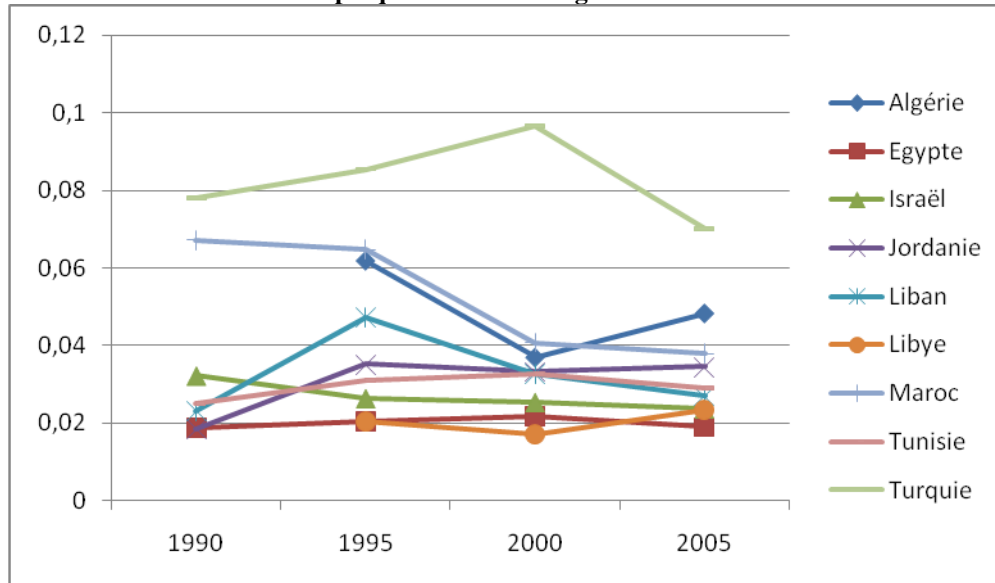
| | 1990 | 1995 | 2000 | 2005 | Taux moyens |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Algérie | | 6,17% | 3,69% | 4,82% | 4,9% |
| Egypte | 1,88% | 2,06% | 2,19% | 1,9% | 2% |
| Israël | 3,22% | 2,63% | 2,53% | 2,36% | 2,68% |
| Jordanie | 1,85% | 3,52% | 3,33% | 3,45% | 3,03% |
| Liban | 2,31% | 4,72% | 3,27% | 2,69% | 3,24% |
| Libye | | 2,04% | 1,71% | 2,35% | 2,03% |
| Maroc | 6,71% | 6,47% | 4,08% | 3,8% | 5,26% |
| Tunisie | 2,5% | 3,08% | 3,26% | 2,91% | 2,94% |
| Turquie | 7,82% | 8,55% | 9,66% | 7,01% | 8,26% |

Source : Beck. T ; Demirgüç-Kunt. A et Levine. R (2007) : « A New Database on Financial Development and Structure », *Policy Research Working Paper*, N° WPS 2146.

¹ La distinction entre la libéralisation financière interne et externe se trouve dans le troisième chapitre.

² La marge bancaire (spread) est la différence entre le taux débiteur et le taux créditeur.

Graphique II. 4. Les marges bancaires



Source : Propre graphique à partir des statistiques de la base actualisée de Beck. T et al. (2007)

La marge bancaire a augmenté en Jordanie dès 1992, malgré le niveau relativement développé de son appareil financier, ce qui nous renvoie aux facteurs spécifiques à ce pays. Même constatation pour le Liban, où le niveau de la marge avoisinait les 5% en 1995, laissant penser aux risques que représentait ce pays de par ses niveaux élevés de déficit budgétaire et de dette publique. La baisse conséquente du niveau des marges bancaires à partir de cette date et jusqu'en 2005, témoigne du regain de confiance et de l'amélioration du climat politico-économique dans ce pays.

Pour résumer, nous pouvons considérer que l'ensemble de ces agrégats indique que les PSM ont enregistré d'importants progrès en matière de libéralisation interne et d'approfondissement de leurs secteurs financiers durant la dernière décennie. La Jordanie et Israël arrivent à se distinguer des autres pays, puisque leurs systèmes financiers se classent parmi les mieux développés de la région et continuent de mettre en place des mesures et des politiques visant à les renforcer. L'Égypte, le Maroc et la Tunisie ont réalisé des progrès, de même que l'Algérie, tandis que la Syrie et la Libye représentent les pays qui disposent des appareils financiers les moins développés. Nous continuons l'analyse avec une étude sur les indicateurs relatifs au secteur bancaire et au secteur non bancaire des pays de la région.

II. Les secteurs bancaire et non bancaire

Les systèmes financiers des pays sélectionnés sont à dominante bancaire. C'est-à-dire que les systèmes bancaires y sont omnipotents par rapport aux marchés des capitaux. Nous décortiquons, dans ce qui suit, l'état du développement de ce secteur à la lumière de quelques indicateurs standards.

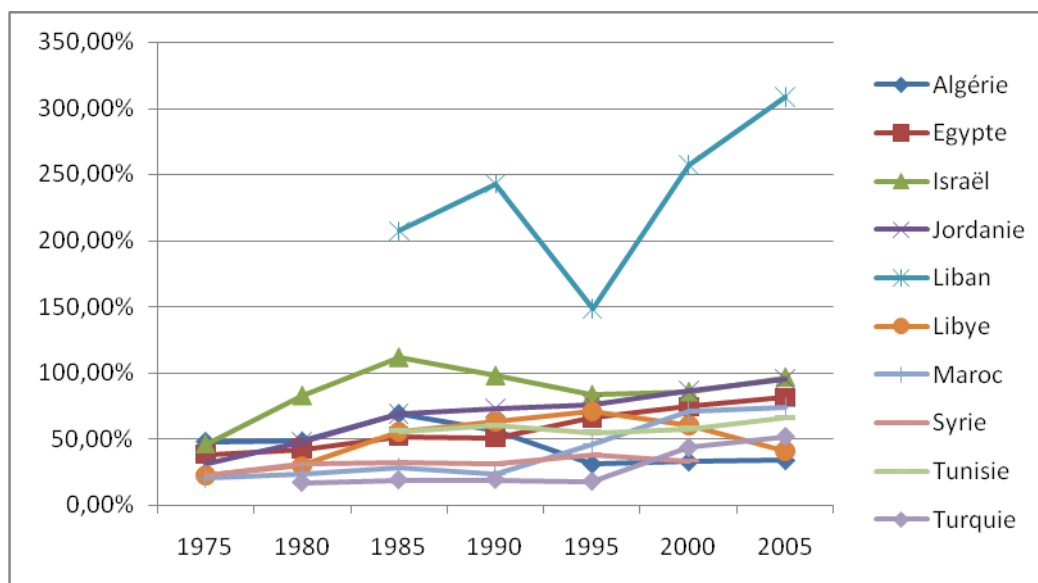
II.1. Les actifs et les passifs bancaires

Nous commençons par analyser quelques indicateurs relatifs à la situation des actifs bancaires, tels que la part des actifs des banques commerciales et la structure des actifs détenus par les banques locales, pour étudier dans un deuxième temps la structure des passifs bancaires des pays de la région.

II.1.1. Les actifs bancaires

La pénétration des systèmes bancaires dans les économies de la région varie significativement en fonction du volume des actifs du système bancaire. Par exemple, la part des actifs bancaires dans le PIB atteint plus de 200% au Liban, alors qu'elle est en dessous de 40% du PIB algérien sur la période 1990-2005. A titre de comparaison, pour la zone euro, le ratio se situe à 250% à la fin de l'année 2001.

Graphique II. 5. La part des actifs des banques commerciales par rapport au PIB

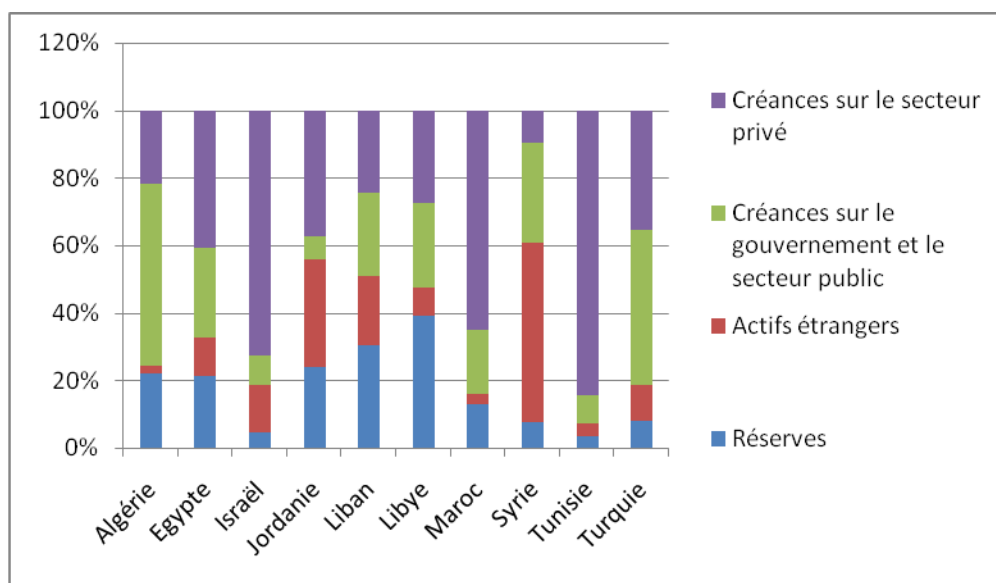


Source : Propre graphique à partir des statistiques de la base actualisée de Beck. T et al. (2007)

Le Liban représente une exception dans la région, ainsi que la Jordanie, qui disposent d'un ratio d'actifs bancaires par rapport au PIB de plus de 90%, alors que celui de la Tunisie est considéré comme insuffisant relativement à l'ensemble du pays. L'Algérie a, par contre, enregistré une baisse brutale de son taux de pénétration bancaire dans l'économie à partir des années quatre-vingt-dix. Le faible taux de l'Algérie peut être expliqué par la spécificité de son économie par rapport aux pays de la région, étant donné qu'il s'agit du seul pays pétrolier avec la Libye. Cette dépendance aux hydrocarbures a fait que le secteur pétrolier et de l'énergie représente le secteur le plus contribuant dans le PIB algérien, ce qui implique que le recours au financement via le système bancaire reste d'ordre résiduel.

Ceci étant, cette analyse ne donne pas une image complète de la situation ; c'est pourquoi il convient donc de décomposer les données sur les actifs du secteur bancaire. Le graphique suivant nous donne une idée de la composition des actifs bancaires par pays pour l'année 2001.

Graphique II. 6. La part des actifs bancaires par type et en % des actifs totaux (2004)



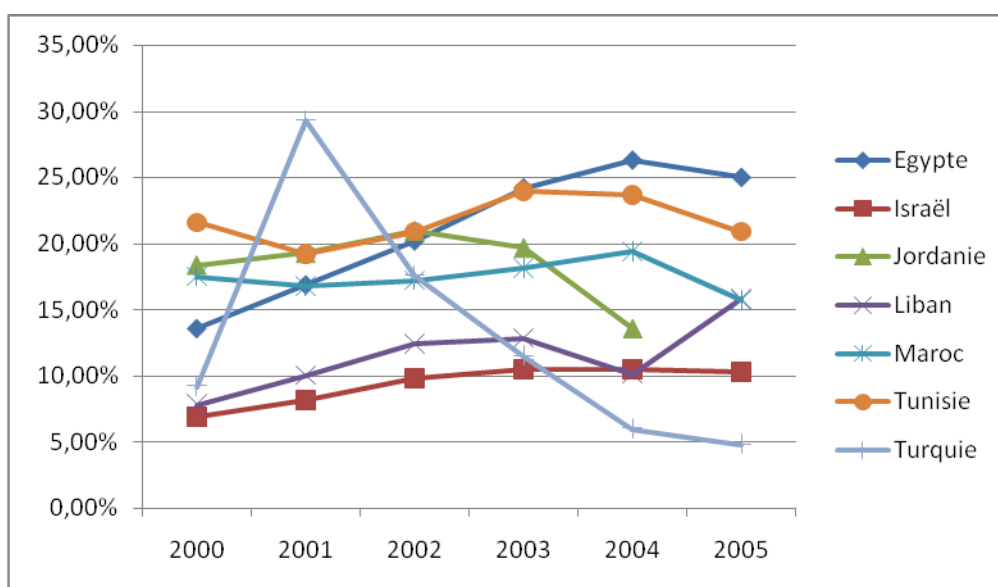
Source : Propre graphique à partir des statistiques du FMI (*International Financial Statistics*)

Le Liban se caractérise par une distribution assez équilibrée des actifs entre constitution de réserves, détention d'actifs étrangers, créances sur le secteur public et créances sur le secteur privé. Chaque poste accapare environ 25% de l'ensemble des actifs bancaires. En Algérie, plus de la moitié des actifs du secteur bancaire sont des créances du secteur bancaire sur le gouvernement central ou les entreprises publiques. Cette situation reflète le rôle et la place de l'Etat dans le secteur financier et le secteur réel dans l'économie algérienne. Même

constat pour le système bancaire turc, où les banques détiennent près de 46% de leurs actifs sous forme de créances sur l'Etat. Par ailleurs, en Jordanie, un autre pays qui présente un taux élevé de pénétration de son secteur bancaire, plus de 35% des actifs sont des dettes du secteur privé, celles du secteur public représentant moins de 10% de l'ensemble des actifs. En Tunisie, presque 85% du total des actifs bancaires financent le secteur privé, davantage même que la part d'Israël, estimée à 73%. Paradoxalement, la part la plus élevée des actifs étrangers dans les actifs bancaires est en Syrie, bien que ce pays soit assez fermé et réfractaire à l'ouverture financière internationale¹.

La qualité des actifs bancaires représente aussi un sujet d'intérêt, puisque la proportion des prêts non performants est élevée dans la plupart des pays de la région, à l'exception de la Turquie.

Graphique II. 7. La part des prêts non performants par rapport à l'ensemble des prêts distribués



Source : Propre graphique à partir des statistiques de la Banque mondiale (World Development Indicators)

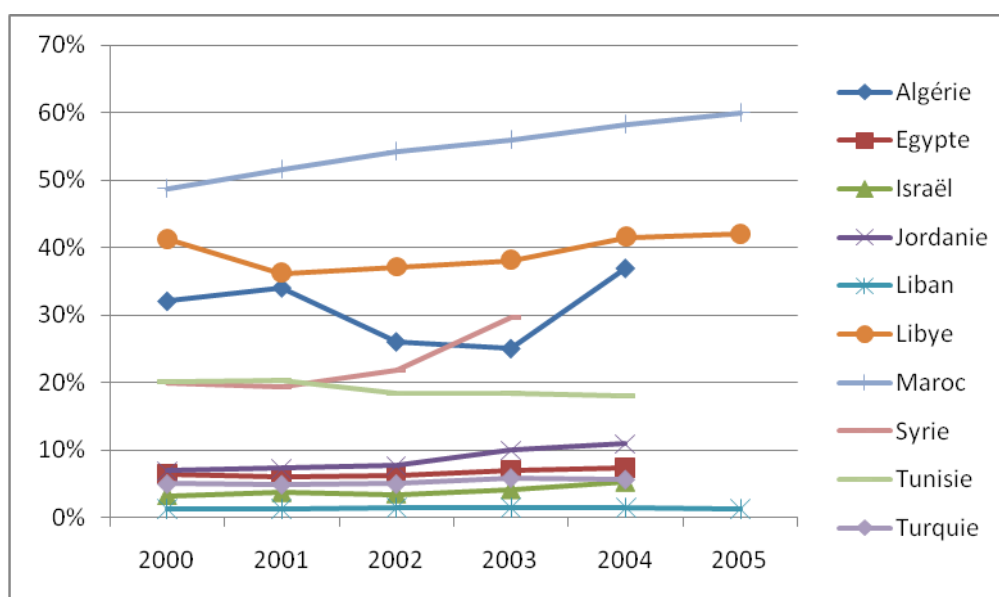
Nous remarquons que, même dans les pays où les systèmes bancaires sont relativement développés, le ratio des prêts non performants est élevé (cas d'Israël et de la Jordanie). L'Egypte et la Tunisie représentent les pays où les banques ont plus de risques à ne pas recouvrer leurs créances. Ce fait nous invite à étudier les cadres réglementaires et les spécificités institutionnelles de ces pays, pour comprendre les raisons de ces risques de recouvrement élevés.

¹ Voir annexe II.

II.1.2. Les passifs bancaires

Du côté du passif bancaire, les demandes de comptes de dépôts représentent une large part des passifs des banques. Le taux le plus élevé est enregistré au Maroc, avec un niveau de 60% pour l'année 2005. En Libye, le taux est aussi élevé, avec un niveau de 42% pour la même année. Viennent ensuite l'Algérie avec 36,88%, la Syrie avec 29,6% pour l'année 2003, et la Tunisie avec un taux de 18%.

Graphique II. 8. La part des demandes de dépôts dans le passif bancaire



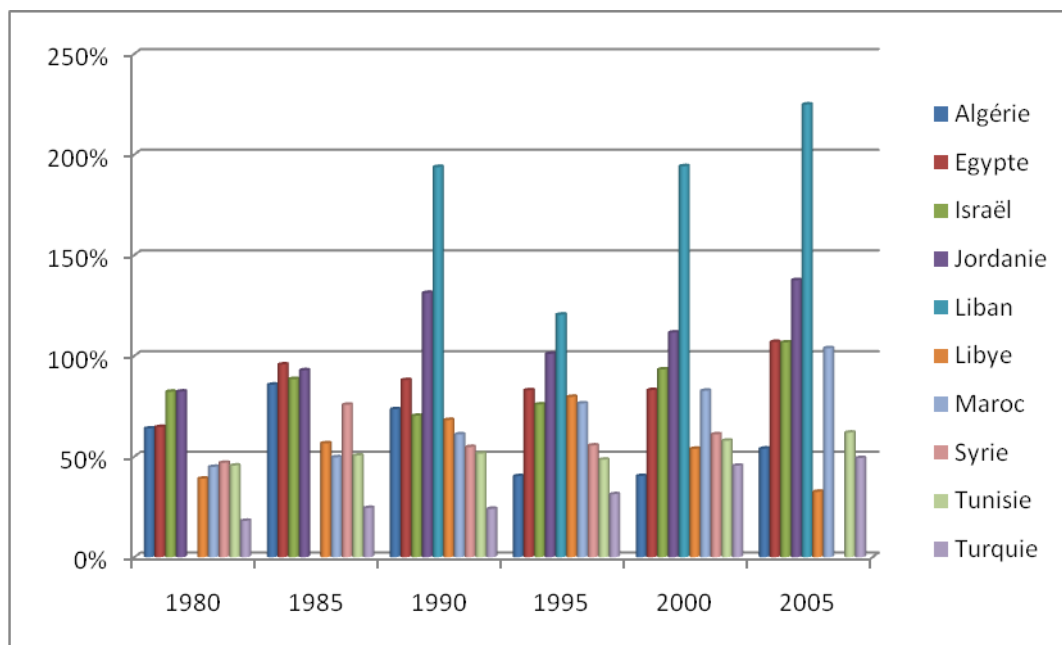
Source : Propre graphique à partir des International Financial Statistics

Ces taux illustrent bien, selon I. Hoskins (2003), le faible niveau de développement bancaire dans ces pays, et probablement un manque de confiance dans les autres produits de placement. Même dans les pays bénéficiant de proportions importantes de dépôts d'épargne, la structure de la maturité demeure relativement de courte période. A titre d'exemple, en Jordanie, les dépôts qui ont une maturité inférieure à une année comptent pour 90% du total. Au Liban, plus de 60% des dépôts ont une maturité inférieure à 30 jours.

Pour illustrer la situation des passifs bancaires, nous avons également recouru à l'analyse du ratio des passifs bancaires liquides, « *liquid liabilities ratio* », noté $\frac{M_3}{PIB}$. Ce ratio peut être aussi considéré comme un indicateur de développement financier. Il sert à

estimer la capacité du secteur bancaire à mobiliser les fonds. Il sert aussi à donner une indication sur la taille du système bancaire relativement à l'ensemble de l'économie¹.

Graphique II. 9. Le ratio des passifs bancaires liquides par rapport au PIB



Source : Propre graphique à partir de la base de données bancaires actualisées de Beck. T et al. (2007)

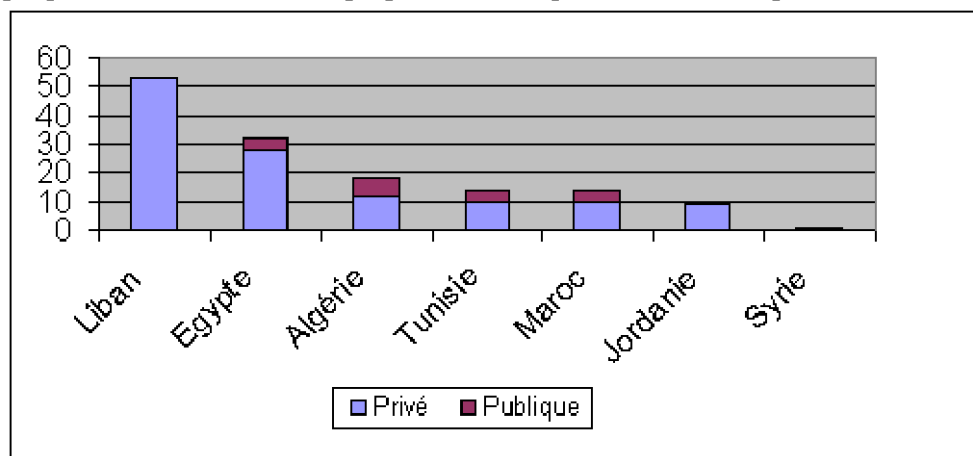
Le graphique montre qu'Israël, la Jordanie et le Liban sont les pays qui présentent les taux les plus élevés. Le Liban, par le biais de cet indicateur, confirme la bonne santé de son système bancaire, comme nous pouvons le constater à la lecture des autres indicateurs bancaires. En effet, malgré les périodes de troubles et d'instabilité politique qu'a connues le pays, cet indicateur était, tout au long de la période considérée, parmi les plus élevés de la région. Il est même le plus élevé de toute la région en 2005. Cependant, et contrairement aux autres pays, nous n'avons pu avoir les données qu'à partir des années quatre-vingt-dix. L'Égypte a connu une progression constante de ce ratio, lequel a même atteint un niveau supérieur à celui qui a été enregistré par Israël. Le Maroc aussi a enregistré une forte hausse, traduite par une amélioration de la liquidité des passifs de ses banques, à partir du milieu des années quatre-vingt. En effet, le niveau atteint et les progressions de ce ratio pour la Tunisie et la Turquie contrastent avec leur état de développement bancaire. Puisque le niveau atteint par la Turquie, par exemple, est comparable à celui de l'Algérie qui est déjà relativement bas.

¹ Baltagi. B, Demitriades. P et Law. S. H (2007) : « Financial Development, Openness and Institutions : Evidence from Panel Data », *Conference on New Perspectives on Financial Globalization 26-27 avril 2007*, IMF Research Department, p. 10.

II.2. La structure de propriété des banques

Les graphiques 10 et 11 montrent respectivement la structure de la propriété des banques commerciales en fonction du nombre de banques et en termes de parts de capital.

Graphique II. 10. La structure de propriété des banques commerciales, par nombre de banques

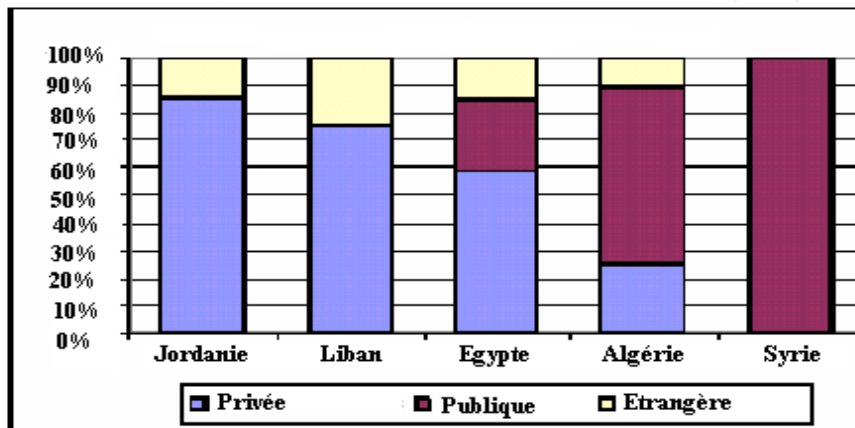


Source : Hoskins. I (2003) : *op. cit.*, p. 9.

La part de l'Etat dans les banques syriennes est de 100%, contre 64% en Algérie, alors que l'Etat ne participe pas au capital des banques libanaises et jordaniennes. L'importance de l'appropriation des banques par l'Etat dans les pays de la région est aussi reflétée par la proportion des actifs bancaires détenus par le secteur public. En Syrie, tous les actifs bancaires sont détenus par l'Etat, et c'est presque la même situation qu'en Algérie. En Egypte, l'Etat détient à peu près 60% de l'ensemble des actifs bancaires, alors qu'au Maroc et en Tunisie, la proportion est de plus de 40%.

Graphique II. 11. La structure de propriété des banques commerciales

La propriété du capital des banques commerciales, 2000



Source: Bankscope WB, Country Sources

∑

Source : Hoskins. I (2003) : *op. cit.*, p. 10.

Au Liban, la part de la participation étrangère dans les capitaux des banques domestiques est de 25% alors qu'en Jordanie, en Egypte et en Tunisie, elle ne dépasse pas les 15%. Le faible niveau de participation étrangère dans le capital des banques domestiques est dû principalement à l'importance de la présence des banques de l'Etat. Malgré les mouvements de libéralisation interne et de modernisation des systèmes bancaires dans la plupart des pays de la région, permettant l'entrée sur le marché bancaire d'institutions financières étrangères, des restrictions demeurent quant à la part de la participation de ces dernières dans les capitaux des banques domestiques. L'objectif de ces restrictions est de limiter le contrôle des banques domestiques par des opérateurs bancaires étrangers (c'est le cas de l'Egypte et de la Turquie). Selon I. Hoskins (2003), ce genre de mesures, non seulement interdit l'acquisition des banques domestiques par les banques étrangères, mais prive aussi les banques étrangères de fournir des services financiers exclusifs sur le marché bancaire domestique. Il considère qu'il est normal de constater que les banques domestiques dans les PSM soient de taille limitée comparativement aux standards internationaux. Il estime aussi que la privatisation et l'ouverture des capitaux des banques détenues par l'Etat représentent une condition pré-requise pour une libéralisation plus rapide et une accentuation de la concurrence. Cette idée est soutenue par une étude de la Banque mondiale¹, qui conclut que pour les pays d'Afrique du Nord et du Moyen-Orient, une ouverture des marchés aux

¹ Lee. J-K (2002) : « Financial Liberalization and Foreign Bank Entry in MENA », *Financial Sector Strategy and Policy*, World Bank, p. 28.

banques étrangères ainsi que l'adoption de dispositions légales encourageant la privatisation représentent des mesures susceptibles d'améliorer les performances, la rentabilité et la « santé » des banques domestiques.

La définition du développement financier adopté dans le cadre de ce travail ne permet pas de s'aligner avec ces idées défendues par I. Hoskins (2003)¹ et la Banque mondiale. Privatiser le secteur bancaire dans les pays en développement et l'ouvrir à la participation des banques étrangères sans mettre en place, auparavant, des structures juridiques et réglementaires garantissant le respect de la concurrence, c'est donner des incitations à créer des monopoles et des incitations politiques à empêcher la création d'un régime de concurrence efficace. En effet, comme l'a montré l'expérience de privatisation dans les pays de l'Amérique latine, les banques étrangères qui s'y sont installées ont su accaparer de grandes parts de marché au détriment des banques domestiques, puisque aucune structure garantissant la concurrence. Cette situation a permis aux banques étrangères de se poser comme de véritables monopoles. Il y a eu tout simplement une substitution des monopoles étatiques par des monopoles privés plus « féroces » et moins soucieux de l'efficacité de l'allocation des ressources financières de l'économie.

Des efforts importants ont été fournis dans le but de promouvoir et de moderniser les systèmes bancaires dans les PSM. Les systèmes sont devenus plus ouverts et des progrès ont été enregistrés en matière de régulation et de supervision, notamment au Liban et en Jordanie, mais aussi en Tunisie et au Maroc. Ces pays procèdent régulièrement à la collecte de données sur les systèmes bancaires à des fins prudentielles, mais aussi pour essayer d'appliquer et de respecter les exigences du Comité de Bâle. Ceci n'a pas empêché le taux des prêts non performants de garder des proportions relativement élevées. Ce constat est expliqué par I. Hoskins (2003) par la qualité de l'environnement légal et institutionnel et les conditions d'application des lois et des contrats liant les prêteurs aux emprunteurs. Parallèlement à cela, il considère que les droits de propriété demeurent faiblement protégés, ce qui est de nature à contraindre le financement bancaire des petites et moyennes entreprises (PME), ainsi que les firmes qui ne bénéficient pas de lignes de crédit, de relations de clientèle ou de connexions politiques.

¹ Bien qu'une large partie des faits stylisés exposés dans cette partie soit l'œuvre de I. Hoskins (2003), leur interprétation diffère de celle faite de l'auteur.

II.3. Le système financier non bancaire

Les PSM ont entamé, dès le début des années quatre-vingt-dix, des réformes visant la dynamisation de leurs marchés financiers. La cadence et l'étendue de ces réformes diffèrent d'un pays à l'autre. Celles-ci réformes ont touché principalement le secteur bancaire, compte tenu de la place prépondérante qu'il occupe ce secteur dans les économies de ces pays, ce qui a contribué à la relative lenteur du développement des marchés des capitaux. En effet, les marchés financiers dans les pays concernés sont généralement sous-développés, souffrent d'un manque d'innovations financières ainsi que d'une étroitesse de la palette des choix des produits financiers. Ceci n'offre pas la possibilité de diversifier les risques encourus, et encore moins une utilisation efficace et optimale des ressources financières disponibles. Les volumes de transactions y sont insuffisants et les principales émissions sur les marchés d'obligations sont les émissions d'obligations étatiques. Nous passons en revue, dans ce qui suit, l'étude et l'analyse des principaux indicateurs relatifs à l'état de développement des marchés financiers.

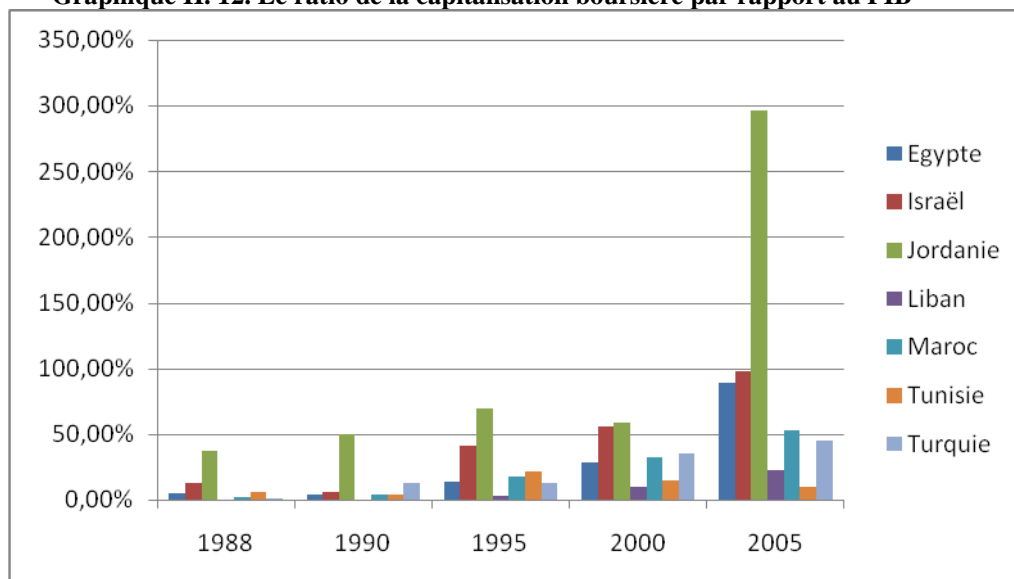
II.3.1. Les marchés de capitaux

Chaque pays de la région dispose d'au moins une bourse de valeurs mobilières, même si les périodes de leurs créations diffèrent d'un pays à un autre. Quelques unes ont été créées il y a très longtemps et leurs existences remontent même au début du XXème siècle, comme celle du Maroc, qui a été fondée en 1920, ou encore celle du Liban, alors que celle de l'Egypte est devenue très active dès 1940. La plus récente est celle de Damas, créée en 2006.

Les réformes des structures réglementaires ainsi que les progrès technologiques enregistrés à partir des années quatre-vingt-dix ont contribué à l'amélioration de l'environnement de ces marchés de capitaux et donc à leur développement. Sans oublier les politiques de privatisation des compagnies étatiques qui ont favorisé l'expansion de ces marchés.

Toutefois, les marchés financiers des pays de la région présentent des caractéristiques similaires. En l'occurrence, il s'agit d'un faible niveau de volume de transactions, d'une taille limitée et d'une faible participation des firmes à ces marchés, hormis le cas de quelques pays, tels qu'Israël ou la Jordanie.

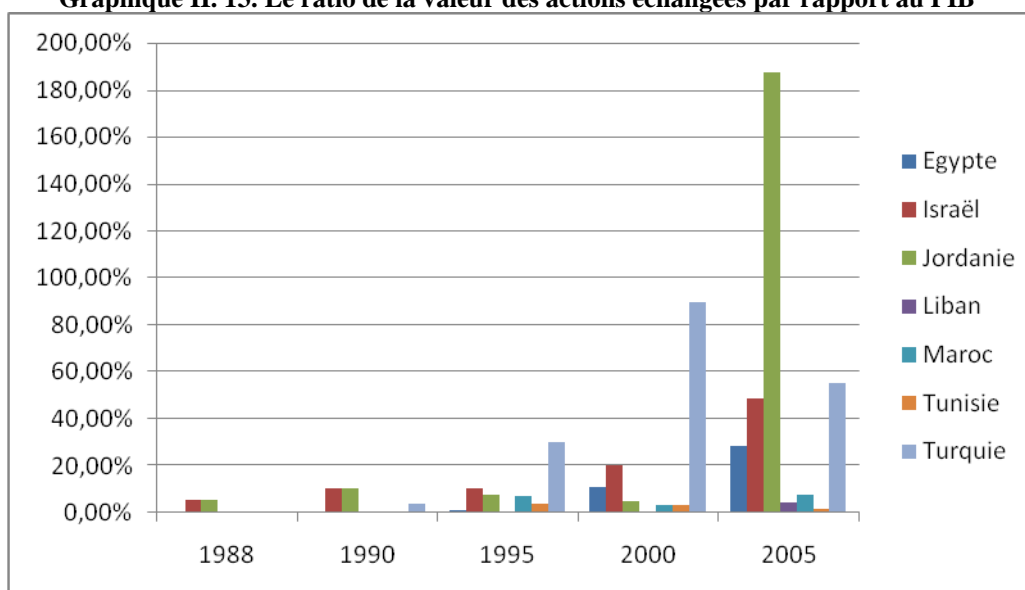
Graphique II. 12. Le ratio de la capitalisation boursière par rapport au PIB



Source : Propre graphique à partir des World Development Indicators

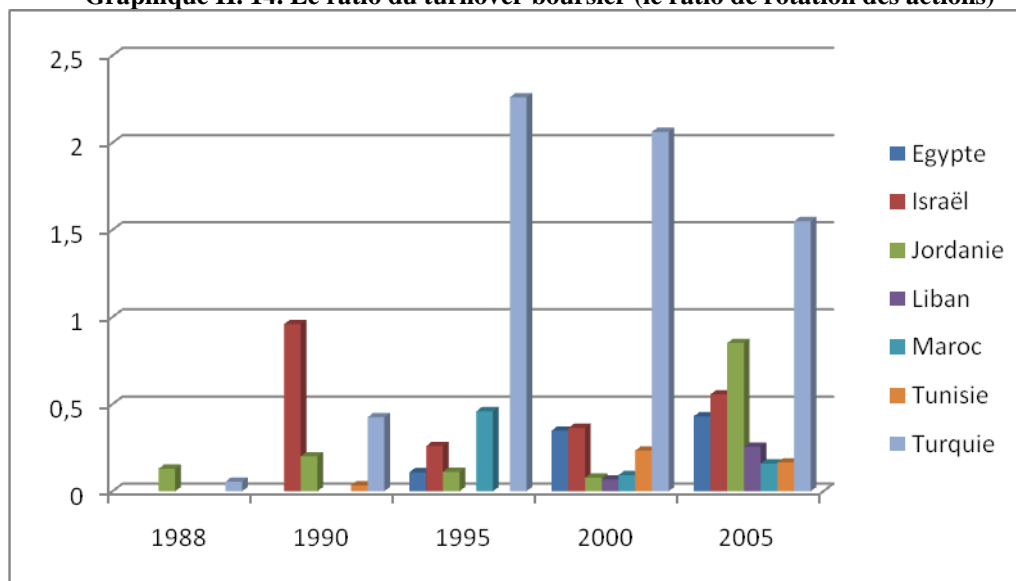
Les niveaux de capitalisation boursière sur les marchés financiers des pays de la région sont faibles vis-à-vis de ceux qui sont enregistrés dans des marchés financiers d'autres pays émergents, même si, en termes de pourcentage du PIB, la Jordanie, Israël et, à moindre degré, le Maroc sont relativement mieux lotis par rapport à l'ensemble des pays de la région. Mais, même si la capitalisation est importante, les volumes de transactions sont insuffisants, avec des ratios de turnover qui se situent au niveau du quart ou du cinquième par rapport à ceux des pays de l'OCDE.

Graphique II. 13. Le ratio de la valeur des actions échangées par rapport au PIB



Source : Propre graphique à partir des World Development Indicators.

Graphique II. 14. Le ratio du turnover boursier (le ratio de rotation des actions)



Source : Propre graphique à partir des World Development Indicators.

La faiblesse de l'activité des marchés financiers des pays de la région est due principalement au nombre limité d'entreprises cotées en bourse¹. En général, le volume d'activité est faible partout sur ces places financières (sauf pour le cas de la Jordanie pour l'année 2005), avec la quasi-absence de marchés secondaires. Il paraît donc évident de conclure que le recours aux marchés des capitaux pour financer et monter des projets d'investissement reste une alternative de second ordre pour les entreprises de la région.

Il existe d'autres raisons qui expliquent le faible niveau d'activité sur les marchés financiers de la région, selon I. Hoskins (2003). Parmi les plus importantes, citons la place dominante occupée par les entreprises étatiques qui limite l'émission d'actions ; la structure familiale de la plupart des entreprises, qui exclut le partage du capital avec les parties qui ne sont pas de la famille de peur, de perdre le contrôle de l'entreprise ; et la participation étrangère qui est aussi limitée pour diverses raisons. Parmi ces raisons, nous pouvons mentionner la situation de l'environnement macroéconomique, la faiblesse de la régulation et l'insuffisance de la législation sur les droits de propriété. Nous pouvons aussi nous douter que le facteur religieux est un élément déterminant dans le retard accusé par les marchés financiers de la région. En effet, les pays concernés sont tous de religion musulmane (à l'exception d'Israël), qui considère comme un « péché » le fait de placer son argent dans des valeurs mobilières et d'en recevoir des intérêts après un certain laps de temps. Ceci n'encourage pas les entreprises à recourir aux marchés des capitaux, faute de fonds prêtables

¹ Voir l'annexe II.3 pour le nombre d'entreprises cotées pour chaque pays.

suffisants, en raison justement de la réticence des épargnants. Il est vrai aussi, que le placement bancaire présente les mêmes principes que le placement boursier ; mais il est partout perçu comme « un mal nécessaire » susceptible d’être remédié par la création de banques islamiques (à titre d’exemple, l’Algérie en compte une, la Jordanie deux, l’Egypte aussi)¹, ce qui n’est pas encore le cas des marchés financiers.

II.3.2. Les marchés des obligations étatiques et privées

Il convient de faire la distinction entre le marché des obligations étatiques et celui des obligations des entreprises. Les marchés des obligations étatiques sont devenus plus développés et plus sophistiqués ces dernières années. Cette amélioration de la situation de ce type de marché est principalement imputable à la situation fiscale des PSM et au besoin du secteur public de trouver de nouvelles sources de financement du déficit public et de ses dettes en général. Cependant, les statistiques ne sont disponibles que pour deux pays (le Liban et la Turquie) et seulement à partir de l’année 1990.

Tableau II. 2. Le ratio de la valeur des émissions des obligations étatiques par rapport au PIB

| | 1990 | 1995 | 2000 | 2005 |
|----------------|---------|--------|---------|--------|
| Liban | 324,65% | 55,85% | 103,27% | 82,83% |
| Turquie | 5,1% | 10,56% | 24,65% | 49,14% |

Source : La base de données bancaires actualisées de Beck. T et al. (2007)

Ainsi, au Liban, le niveau élevé du déficit fiscal a conduit à l’émergence d’un marché d’obligations étatiques beaucoup plus développé. La dette domestique a atteint un niveau supérieur à 100% du PIB en 2000 et de 83% en 2005. Les banques commerciales détiennent plus de 60% du stock total des obligations et des billets de trésorerie. La maturité de ces obligations est de moins 12 mois pour à peu près le quart, de 24 et 36 mois pour la majorité restante. En Egypte, les valeurs mobilières étatiques comprennent les obligations, les billets de trésorerie et les titres émis pour l’augmentation du capital des banques détenues par l’Etat. Néanmoins, les marchés secondaires, dans pratiquement tous les pays de la région, demeurent limités, et la plupart des obligations ne sont pas échangées une fois émises.

En ce qui concerne l’émission d’obligations internationales, les pays de la région sont aussi en retard par rapport aux autres pays émergents. Le Liban est le principal émetteur de la région, étant donné son besoin de financer son large déficit public et sa récente politique de réduction de sa dette extérieure. Politique qui fait partie de sa stratégie de réforme de ses

¹ Voir annexes pour la composition des secteurs bancaires pays par pays.

finances publiques. L’Egypte et la Tunisie émettent aussi des obligations sur les marchés internationaux depuis ces dernières années et le Maroc est toujours un émetteur occasionnel depuis le début des années quatre-vingt-dix. Toutefois, l’accès aux marchés internationaux demeure limité, du fait des risques élevés, politiques et économiques, que présentent la majorité des pays de la région. C’est pourquoi les pays de l’Afrique du Nord et du Moyen-Orient n’ont enregistré que 5,5% de l’ensemble des émissions internationales d’obligations des pays en développement pour l’ensemble des années 2000, 2001, 2002 et 2003¹.

Bien que le bon fonctionnement du marché des dettes publiques soit de nature à faciliter le développement du marché des dettes du secteur privé et fournisse des informations par rapport aux attentes du marché, en particulier pour la courbe des taux d’intérêt, ceci n’a pas été le cas pour les PSM. Les marchés des obligations privées sont très limités, avec de faibles niveaux d’émission et des marchés secondaires profondément illiquides. Le fait que la majorité des entreprises soient publiques ou bénéficient d’une connexion politique explique les faibles taux de remboursement enregistrés pour quelques obligations dans le passé, et c’est peut-être l’un des facteurs représentant un obstacle au développement d’un marché obligataire efficient. Les statistiques disponibles concernant l’émission des obligations privées ne sont accessibles que pour la Turquie, seulement pour la période 1990-2000.

Tableau II. 3. Le ratio de la valeur des émissions des obligations privées par rapport au PIB

| | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| Turquie | 0,37% | 0,32% | 0,55% | 1,14% | 1,28% | 0,52% | 0,37% | 0,06% | 0,03% | 0,01% | 0% |

Source : La base des données bancaires actualisées de Beck. T et al. (2007)

Les marchés des actions et des obligations sont sous-développés dans les PSM comparativement au financement bancaire. C’est plutôt le cas des petits pays avec des systèmes financiers émergents, où les actions et les obligations ne peuvent pas représenter une alternative viable au financement bancaire, étant donné l’insuffisance de la régulation et du cadre réglementaire et juridique nécessaires. Les petits investisseurs ont tendance à éviter le placement boursier au profit des dépôts bancaires comme principal moyen de placement.

III. La qualité de l’environnement politique et institutionnel

Plusieurs raisons expliquent le caractère spécifique des systèmes financiers de la région. L’incertitude engendrée par une situation sécuritaire difficile pour certains pays (tensions politiques au Liban, menaces sur la Syrie, guerre israélo-palestinienne...) agit négativement

¹ Global Development Finance (2003) cité dans Hoskins. I (2003) : *op. cit.*, p. 12.

sur la confiance domestique et extérieure, ce qui réduit, ipso facto, l'activité de prêts et donc d'investissement. Ces risques sont illustrés par le bas niveau de notation du risque souverain pour les pays de la région.

Tableau II. 4. Notation des risques de crédit pour les pays méditerranéens (2003)

| | EGYPTE | Israël | Jordanie | Liban | Maroc | Tunisie | Turquie |
|-----------------------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|----------------|----------------|
| Moody's | Baa 1 | A2 | Baa3 | B3 | Ba1 | Baa2 | B3 |
| Standard & Poors | BBB- | A+ | BBB | B- | BBB | A | B |

Source : Hoskins. I (2003) : *op. cit.*, p. 13.

Mais il y a aussi d'autres facteurs pertinents qui permettent de mieux cerner la réalité des systèmes financiers de la région. Le développement lent des secteurs financiers et bancaires est partiellement dû à l'existence d'autres sources de financement de l'économie. Par exemple, les revenus d'exportation du pétrole et du gaz pour quelques pays (l'Algérie et la Libye notamment) ont limité le développement du secteur bancaire, car ils constituent des sources principales de financement de l'expansion économique dans ces pays.

La qualité de la gouvernance bancaire et de la gouvernance des entreprises représente aussi un important facteur qui explique le retard de développement des systèmes financiers de la région. L'insuffisance des innovations bancaires n'a pas favorisé la promotion des connaissances et des techniques en matière de crédit et de prévision des risques. Ceci limite ainsi l'aptitude du système financier à trouver et à financer les meilleures opportunités d'investissement. La faiblesse de l'autorité législative rend difficile l'application et la protection des droits des créanciers, ce qui décourage le financement bancaire, puisque les banquiers ne peuvent plus recourir au droit et aux lois pour poursuivre juridiquement un client insolvable. La régulation et la supervision du secteur bancaire dans la région n'atteignent pas les niveaux des standards internationaux en la matière, impliquant une augmentation des risques des épargnants par rapport à la qualité et à la performance des banques.

E. Gelbard et S. Leite (1999) ont eu recours à des statistiques concernant les structures de marché, les produits financiers, l'environnement institutionnel, l'ouverture financière et les instruments de politiques monétaires pour construire un indice exhaustif de développement financier pour 38 pays de l'Afrique subsaharienne entre 1987 et 1997. En suivant la même approche, S. Creane et *al.* (2007) ont créé un indice complet pour les 20 pays du MENA (sauf Israël et la Turquie) entre 2000-2001 et 2002-2003. Ils ont établi un classement de l'état du développement financier des pays de la région en fonction de cet indice.

Tableau II. 5. Classement des PSM en fonction d'un indice exhaustif de développement financier

| | 2000-2001 | 2002-2003 |
|-----------------|-----------|-----------|
| 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 |
| Libye | 1.2 | 1 |
| Moyenne | 4.35 | 4.46 |

Echelle : de 0 à 10 avec Très bas = 2.5 et moins ; Bas = entre 2.6 et 4.9 ; Moyen = entre 5 et 5.9 ; Elevé = entre 6 et 7.5 ; Très élevé = Au-delà de 7.5. Source : Creane. S et al. (2007) : *op. cit.*, p. 499.

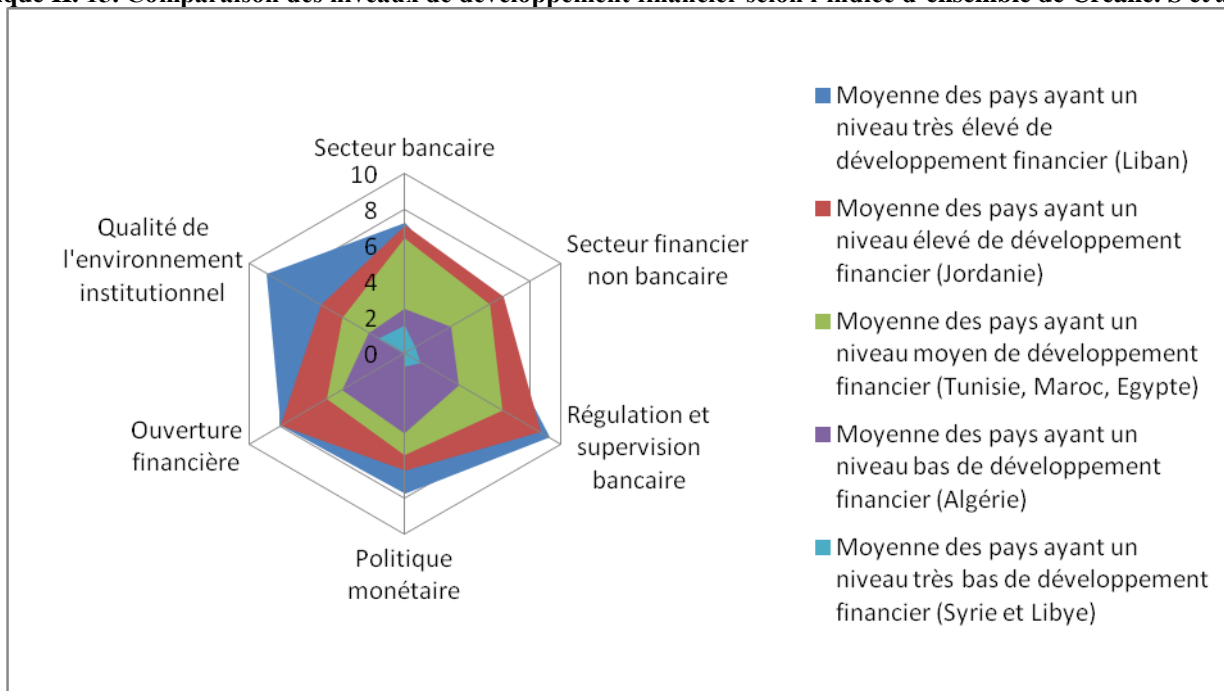
Cet indice comprend six aspects du développement financier : le développement du secteur monétaire et des instruments de la politique monétaire, le développement du secteur bancaire, le développement du secteur financier non bancaire, la régulation et la supervision bancaire, l'ouverture financière et la qualité de l'environnement institutionnel.

Tableau II. 6. Indice de développement financier 2002-2003 pour les PSM

| | Indice du développement financier | Secteur bancaire | Secteur financier non bancaire | Régulation et supervision | Secteur et politique monétaire | Ouverture financière | Environnement institutionnel |
|-----------------|-----------------------------------|------------------|--------------------------------|---------------------------|--------------------------------|----------------------|------------------------------|
| Liban | 7.7 | 7.3 | 5.0 | 9.3 | 7.8 | 8.0 | 8.9 |
| Jordanie | 6.9 | 7.1 | 6.3 | 8.7 | 6.5 | 8.0 | 5.4 |
| Tunisie | 5.6 | 7.7 | 4.7 | 5.3 | 4.5 | 5.0 | 5.0 |
| Maroc | 5.5 | 5.6 | 4.7 | 7.3 | 6.8 | 4.0 | 3.8 |
| Egypte | 5.4 | 6.0 | 6.3 | 5.3 | 5.6 | 6.0 | 3.2 |
| Algérie | 3.2 | 2.5 | 3.0 | 3.5 | 4.4 | 4.0 | 2.3 |
| Syrie | 1.1 | 1.9 | 0.7 | 0.0 | 0.9 | 0.0 | 2.4 |
| Libye | 1.0 | 1.3 | 0.7 | 2.0 | 0.5 | 0.0 | 1.0 |
| Moyenne | 4.55 | 5.3 | 3.925 | 5.175 | 4.625 | 4.375 | 4 |

Echelle : de 0 à 10 avec Très bas = 2.5 et moins ; Bas = entre 2.6 et 4.9 ; Moyen = entre 5 et 5.9 ; Elevé = entre 6 et 7.5 ; Très élevé = Au-delà de 7.5 Source : Creane. S, et al. (2007) : *op. cit.*, p. 500.

Graphique II. 15. Comparaison des niveaux de développement financier selon l'indice d'ensemble de Creane. S et al. (2007)



Source : Propre graphique à partir du tableau de S. Creane et al. (2007) : *op. cit.*, p. 500.

S. Creane et al. (2007) ont étudié, pour construire leur indice, l'ampleur du recours à des instruments indirects de politique monétaire de la part du gouvernement. Ces instruments indirects représentent des innovations par rapport aux instruments directs, à savoir, les contrôles directs sur les taux d'intérêt et sur l'affectation des crédits. Ils prennent aussi en considération l'efficacité des marchés pour les titres du gouvernement et les services de provision de liquidité du système financier.

Pour le développement du secteur bancaire, le calcul de l'indice tient compte de la taille, structure et l'efficacité du secteur bancaire. En outre, les auteurs prennent en compte la rentabilité des banques, la concurrence et la concentration bancaire, les systèmes de paiement, la facilité d'accès au crédit du secteur privé et la fréquence des transactions hors paiement en espèces.

L'aspect du développement du secteur financier non bancaire explore le développement des sources alternatives de financement. Ceci comprend les marchés financiers, les institutions de financement de l'immobilier ou les banques immobilières, les marchés obligataires, les compagnies d'assurances, les fonds mutuels et les fonds de pension. Il s'agit de l'ensemble des marchés et des produits qui permettent au système financier de jouer

pleinement son rôle fonctionnel, comme déjà défini¹ : mobiliser l'épargne, contrôler les managers, diversifier les risques et permettre aux ménages et aux entreprises d'accéder au financement à moindre coût. Les études empiriques sur les marchés des capitaux ont montré que les bourses bénéficiant d'un taux de liquidité élevé représentent une alternative complémentaire au financement bancaire et, donc, à la promotion de la croissance. Contrairement à la taille, la liquidité d'un marché financier est importante dans la facilitation des échanges d'informations et d'actifs, et donc dans l'amélioration de l'allocation des ressources et de la croissance. R. Levine (2002) stipule à cet égard : « *Avoir un grand nombre d'entreprises cotées en bourse n'améliore pas nécessairement le processus d'allocation des ressources* »². Le cas de l'Égypte dans notre échantillon confirme cette affirmation de R. Levine (2002).

Pour la régulation et la supervision bancaire, les auteurs considèrent le respect, de la part des banques, du ratio du minimum des fonds propres exigé par le Comité de Bâle. Ils évaluent aussi la réglementation prudentielle des banques, la transparence et le degré d'ouverture de l'environnement réglementaire.

En ce qui concerne l'ouverture financière, l'indice prend en compte la pertinence du régime de change adopté et les restrictions qui existent sur l'acquisition et l'échange d'actifs financiers et de devises par les résidents et les non-résidents. En effet, les restrictions sur les transactions courantes peuvent ralentir sensiblement l'échange de biens et services. Similairement, l'existence de plusieurs taux de change à la fois et le désalignement du taux de change par rapport à son taux d'équilibre risquent de fausser l'allocation des ressources financières. Néanmoins, les restrictions sur les transactions relevant du compte capital sont plutôt exigées et souhaitables au cas où des dispositions d'ordre institutionnel, comme la réglementation prudentielle et la supervision, ne sont pas encore mises en place. Comme l'ont montré les épisodes de crises financières, un cadre inadéquat à une insertion dans la finance mondialisée a coûté plus qu'il n'a rapporté aux pays désireux de bénéficier de l'ouverture financière.

¹ Voir la définition du développement financier.

² Levine. R (2002) : « Bank-Based or Market-Based Financial Systems : Which is Better? », *Journal of Financial Intermediation*, Vol 11 cité dans Creane. S et al (2007) : *op. cit.*, p. 497.

La qualité de l'environnement institutionnel, enfin, traite de la qualité des institutions dans le pays, comme le respect de la loi, le respect de la propriété privée, la bureaucratie, l'efficacité du système judiciaire dans le recouvrement des créances et le caractère démocratique des institutions politiques.

Afin d'approfondir l'étude présentée par S. Creane et *al.* (2007), surtout le volet relatif à l'environnement institutionnel et à la pratique de la régulation financière, nous proposons une analyse concernant les pays de la région, sur la base de deux sources de données de nature institutionnelle. Il s'agit de la base de l'*International Country Risk Guide* et la base des profils institutionnels du MINEFI élaborée par J. Ould Aoudia (2001, 2006).

III.1. La base de l'International Country Risk Guide (ICRG)

L'ICRG est une source de données élaborée par le *Political Risk Services Group* sur la base de rapports concernant l'ensemble des pays développés et en développement. L'intérêt de cette base est qu'elle offre la possibilité de noter les pays en fonction des risques financiers, politiques et économiques qui les caractérisent. Nous présentons ici les données relatives à l'ensemble des PSM par rapport à huit variables de nature institutionnelle. Il s'agit des moyennes de chaque pays, pour la période 1982-2005, sauf pour les variables « risque de répudiation des contrats » et « risque d'expropriation par l'Etat », qui sont des moyennes sur la période 1982-1997 et la variable « Profil d'investissement », calculée sur la période 1998-2005. Toutes les variables sont notées sur une échelle allant de 0 à 12. Précisons que ce sont les données de cette base qui ont été utilisées pour les estimations économétriques du dernier chapitre. La présentation de toutes ces variables est disponible en annexe VII.

Tableau II. 7. Variables institutionnelles pour les PSM sur la période 1982-2005

| | Corruption | Loi et ordre | Bureaucratie | Tensions ethniques | Risque de répudiation des contrats | Risque d'expropriation par l'Etat | Profil d'investissement | Représentation démocratique de la population |
|-----------------|------------|--------------|--------------|--------------------|------------------------------------|-----------------------------------|-------------------------|--|
| Algérie | 5,6 | 4,46 | 5,2 | 6,6 | 7,53 | 8,11 | 7,75 | 5,8 |
| Egypte | 4,2 | 6,3 | 5,6 | 9,5 | 8,05 | 8,16 | 7,87 | 6,4 |
| Israël | 8,72 | 7,5 | 9,9 | 3,1 | 9,48 | 10,21 | 9,06 | 10,66 |
| Jordanie | 6,6 | 6,5 | 6,04 | 8,6 | 6,36 | 7,86 | 9,75 | 7,12 |
| Liban | 4 | 5,36 | 4,48 | 5,74 | 5,71 | 6,5 | 8,18 | 6,9 |
| Lybie | 6 | 6,14 | 3,96 | 5,9 | 6,12 | 6,1 | 8,37 | 3,2 |
| Maroc | 5,32 | 7,9 | 5,92 | 8,34 | 7,2 | 8,05 | 9 | 5,62 |
| Syrie | 5,02 | 7 | 3,94 | 9,88 | 6,32 | 6,5 | 5,94 | 3,2 |
| Tunisie | 5,6 | 7,4 | 6 | 10 | 7,14 | 7,8 | 8,94 | 5,08 |
| Turquie | 5,48 | 7,12 | 6,5 | 4,5 | 7,6 | 8,73 | 8,125 | 8,8 |

Source : Calcul de l'auteur à partir de la base ICRG

Tableau II. 8. Indice institutionnel d'ensemble sur la base des données de l'ICRG

| Pays | Indice d'ensemble |
|-----------------|-------------------|
| Algérie | 6,38 |
| Egypte | 6,4 |
| Israël | 8,57 |
| Jordanie | 7,35 |
| Liban | 5,85 |
| Libye | 5,72 |
| Maroc | 7,16 |
| Syrie | 5,97 |
| Tunisie | 7,24 |
| Turquie | 7,1 |

Source : Calcul de l'auteur à partir de la base ICRG

Nous pouvons établir un classement des PSM en fonction de l'indice d'ensemble calculé à partir des variables institutionnelles de l'ICRG.

Tableau II. 9. Classement des PSM en fonction de l'indice d'ensemble de l'ICRG

| Au-delà de 8 | Entre 6 et 8 | En dessous de 6 |
|---------------------|--|-------------------------|
| Israël | Jordanie Tunisie Maroc Turquie Egypte Algérie | Syrie Liban Libye |

Nous remarquons que le classement établi à partir des données traitées de la base ICRG est très proche du classement élaboré en fonction des indicateurs de développement financier de S. Creane et *al.* (2003), à quelques exceptions près.

Tableau II. 10. Classement des PSM en fonction de l'indice de développement financier

| Elevé | Moyen | Bas |
|-----------------------------|---------------------------------------|----------------|
| Israël Jordanie Liban | Algérie Egypte Maroc Tunisie | Libye Syrie |

Source : Creane, S et *al.* (2003) : « Financial Development and the Economic Growth in the Middle East and North Africa », *Newsletter of the Economic Research Forum*, Vol 10, N°2, p. 12.

En effet, la Jordanie et le Liban ne font plus partie des pays les plus développés, en comparaison avec le deuxième classement de S. Creane et *al.* (2003). Ceci est plus clair pour le cas du Liban, qui passe même à la catégorie des pays les moins développés du point de vue institutionnel. Pour ce cas, il semble, d'après les données du tableau 7, que l'indice des tensions sociales et ethniques était la cause de cette régression, au vu de l'instabilité politique qui caractérise le pays et de la menace continue de guerre avec son voisin israélien. A ce propos, Israël aussi enregistre le niveau le plus bas de la région par rapport à cet indice de tensions ethniques et sociales, mais cette faiblesse est compensée par des niveaux qui dépassent ceux des autres pays par rapport aux autres indices. Tel n'est pas le cas du Liban, et à un degré moindre de la Jordanie. Néanmoins, à part le cas du Liban, il semble que le classement des PSM en fonction du développement institutionnel est le même que celui qui est établi en fonction des indicateurs financiers, ce qui conforte l'idée que le facteur institutionnel peut être un déterminant important du développement financier. C'est ce que nous essayerons de voir dans la partie économétrique de la thèse.

III.2. La base des profils institutionnels

La base de données du MINEFI sur les « Profils institutionnels » offre des données originales sur les caractéristiques institutionnelles de 85 pays. Ces données ont été recueillies au moyen d'un questionnaire adressé aux fonctionnaires français des missions économiques des pays couverts. Elles ont été retraitées et comparées à celles d'autres bases en vue de les valider ou de procéder à d'éventuels redressements, et enrichies par d'autres indicateurs provenant d'autres bases. Cette base de données était élaborée pour deux années : 2001 et 2006.

Tableau II. 11. Grille d'analyse structurant le questionnaire de la base « Profils institutionnels »

| | Environnement institutionnel | Marchés | | |
|---|---|--|---|--|
| | - A - Institutions publiques, Société civile | - B - Marché des biens et services | - C - Marché des capitaux | - D - Marché du travail et relations sociales |
| 1- Institutions politiques | Droits et libertés publiques | | | Liberté, pluralisme syndical |
| 2- Sécurité, ordre public | Sécurité des personnes et des biens | | | |
| 3- Gouvernance publique | Transparence, contrôle de la corruption, efficacité de l'administration, indépendance de la justice | Collusion Etat/Entreprises | Collusion Etat/banques | Travail informel |
| 4- Liberté de fonctionnement des marchés | | Part du secteur privé, privatisations, distorsions de prix introduites par l'Etat | Part du secteur privé, liberté des taux d'intérêt, indépendance de la Banque Centrale | Part de l'emploi public, flexibilité du marché du travail formel |
| 5- Coordination des acteurs, anticipations | Capacité d'arbitrage autonome de l'Etat, coordination des institutions publiques, concertation des acteurs, innovations, vision stratégique des autorités | Environnement technologique des entreprises | Capital-risque | Formation professionnelle |
| 6- Sécurité des transactions et des contrats | Sécurité des droits de propriété et des contrats, justice commerciale, droit sur la faillite | Information sur la qualité des biens, sur la situation des entreprises, propriété intellectuelle | Systèmes de garanties, obligations d'information | Respect du droit du travail |

| | | | | |
|---|--|--|---|--|
| 7- Régulations et gouvernance d'entreprise | | Régulation de la concurrence, gouvernance d'entreprise | Régulation de la concurrence, règles prudentielles, supervision | Dialogue social |
| 8- Ouverture sur l'extérieur | Circulation des personnes, de l'information | Ouverture commerciale | Ouverture financière | Circulation des travailleurs |
| 9- Cohésion sociale | Equilibre social, égalité de traitement, mobilité sociale, solidarités | | Microcrédit | Segmentation du marché, mobilité sociale |

Source : Berthelier. P et al. (2003) : « Profils institutionnels », *Document de travail de la Direction de la Prévision*, Juillet 2003, MINEFI, p. 20.

Nous présentons, dans ce qui suit, les principaux indicateurs institutionnels et politiques relatifs aux pays du Sud de la Méditerranée disponibles dans l'échantillon de la base, que nous avons subdivisé en trois sous-parties : droits politiques et libertés civiles, sécurité des transactions et des contrats et enfin régulation bancaire et gouvernance.

III. 2. 1. Droits politiques et libertés civiles

Il s'agit de données relatives à la qualité des institutions politiques et à la représentativité démocratique dans les pays de la région. Les données du tableau suivant sont des moyennes de deux années, 2001 et 2006, sauf pour le cas de l'Algérie, qui n'a pas été comprise dans l'étude de 2006, et la Jordanie et le Liban, absents de l'enquête de 2001.

Tableau II. 12. Moyenne des indices des droits politiques et libertés civiles

| | Algérie | Egypte | Israël | Jordanie | Liban | Maroc | Syrie | Tunisie | Turquie |
|---|-------------|------------|----------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| Droits politiques et fonctionnement des institutions politiques, de 1 (droits et légalité faibles) à 4 (droits et légalité élevés) | 1,2 | 1,4 | 3,1 | 2,7 | 2,7 | 2,85 | 1,45 | 2,5 | 3,1 |
| Libertés publiques et autonomie de la société civile, de 0 (faibles) à 4 (élevées) | 1,6 | 0,9 | 3,5 | 2,5 | 2,9 | 2,3 | 0,7 | 1,45 | 2,15 |
| Concentration des médias (presse écrite, audiovisuel), de 1 (forte concentration) à 4 (faible concentration) | 2,5 | 1,5 | 2,75 | 3,5 | 3,5 | 2,25 | 1 | 1 | 2,8 |
| Sécurité publique, de 1 (faible niveau de sécurité) à 4 (niveau élevé de sécurité) | 1,6 | 2,3 | 2,35 | 3 | 1,7 | 3 | 3,1 | 3,9 | 2,2 |
| Transparence de l'action publique dans le champ économique, de 0 (faible transparence) à 4 (forte transparence) | 1,5 | 1,3 | 3 | 2,9 | 1,9 | 2,3 | 1,3 | 2,5 | 3 |
| Corruption, de 1 (élevée) à 4 (faible) | 1,5 | 1 | 3,5 | 2,5 | 1 | 1,75 | 1 | 2,25 | 2 |
| Moyenne | 1,65 | 1,4 | 3 | 2,85 | 2,3 | 2,4 | 1,42 | 2,26 | 2,54 |

Source : Calcul de l'auteur à partir de la base des profils institutionnels

Nous remarquons qu'Israël et la Jordanie sont, selon les données relatives aux libertés politiques et institutionnelles, les pays les mieux placés parmi ceux de la région. Le Liban aussi paraît mieux classé selon cet indice, par rapport à l'indice calculé à partir des données de l'ICRG. Le faible niveau de corruption, le développement d'institutions démocratiques (un des rares pays arabes où se tient des élections libres et transparentes)¹ ainsi que l'absence d'indice sur les tensions ethniques ou religieuses expliquent cette différence. Comme nous l'avons fait pour les droits politiques et les libertés civiles, nous présentons dans ce qui suit les données relatives à la sécurité des transactions et des contrats, toujours selon la base des profils institutionnels.

¹ Selon l'indice de démocratie établi par « *The Economist* » en 2008, le Liban se classe à la 89^{ème} place, la Jordanie à la 117^{ème}, l'Egypte à la 119^{ème}, le Maroc à la 120^{ème}, l'Algérie à la 133^{ème}, la Tunisie à la 141^{ème}, la Syrie à la 156^{ème} et la Libye à la 159^{ème}. Le calcul de cet indice se base sur cinq autres sous-indices : le processus électoral et le pluralisme, le fonctionnement du gouvernement, la participation politique, la culture politique et enfin les libertés civiles.

III. 2. 2. La sécurité des transactions et des contrats

Les données du tableau suivant sont des moyennes de deux années, 2001 et 2006, sauf pour le cas de l'Algérie, qui n'a pas été comprise dans l'étude de 2006, et la Jordanie et le Liban, absents de l'enquête de 2001.

Tableau II. 13. Moyenne des indices de la sécurité des transactions et des contrats

| | Algérie | Egypte | Israël | Jordanie | Liban | Maroc | Syrie | Tunisie | Turquie |
|---|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Sécurité des droits de propriété : existence de droits de propriété traditionnels, 0 (si ce système traditionnel n'existe pas) et si oui, de 1 (faible sécurité) à 4 (forte sécurité) | 2 | 2 | 4 | 3 | 1,5 | 2,75 | 2 | 2,5 | 2,25 |
| Sécurité des droits de propriété : droits de propriété formels, de 1 (faible sécurité) à 4 (forte sécurité) | 1,5 | 2 | 3,2 | 3 | 2,3 | 2,85 | 1,35 | 2,5 | 2,8 |
| Forme des contrats entre acteurs privés, de 1 (contrats informels et sans médiation) à 4 (contrats formels et avec médiation) | 3 | 2,75 | 3,75 | 2,5 | 3,5 | 2,5 | 2 | 3 | 3,5 |
| Sécurité des contrats entre acteurs privés, de 1 (faible respect) à 4 (fort respect) | 2,7 | 1,95 | 3,45 | 2,5 | 3 | 1,95 | 2 | 2,85 | 2,45 |
| Application du droit sur la faillite des entreprises, de 1 (pas de faillites) à 4 (faillites) | 2,7 | 2,3 | 2,65 | 2 | 1 | 1,95 | 2,35 | 1,35 | 2,5 |
| Propriété intellectuelle, de 1 (faible respect) à 4 (fort respect) | 1,5 | 1 | 3 | 2,5 | 1 | 1,5 | 1,75 | 1,5 | 1,75 |
| Dispositif de défense de la propriété intellectuelle, de 0 (pas de dispositif) à 4 (dispositif efficient) | 2 | 1,25 | 3,3 | 2,5 | 0,9 | 2,25 | 0,95 | 1,5 | 2 |
| Moyenne | 2,2 | 1,9 | 3,33 | 2,57 | 1,88 | 2,25 | 1,77 | 2,17 | 2,46 |

Source : Calcul de l'auteur à partir de la base des profils institutionnels

Pour la plupart des pays de la région, les moyennes des indices relatifs à la sécurité des contrats et des transactions sont supérieures à celles des indices des droits politiques. Ceci confirme l'idée de l'existence d'un déficit démocratique dans les PSM, sauf pour le cas d'Israël et à un degré moindre de la Turquie. Le classement des pays selon cet indice demeure quasiment le même que celui qui a été fait en fonction de l'indice des droits politiques et civils. Israël garde la première place, suivi par la Jordanie et la Turquie. Le Liban, en revanche, a un niveau comparable à l'Egypte ou à la Syrie, qui disposent d'indices

relativement bas. Malgré la faible protection des droits de propriété, le Liban possède d'un des systèmes bancaires les plus développés de la région. Ce constat peut être expliqué par l'efficacité de la régulation bancaire dans ce pays, dont les indices sont calculés et exposés dans ce qui suit.

II. 2. 3. Régulation financière et gouvernance bancaire

Les données du tableau suivant sont des moyennes de deux années, 2001 et 2006, sauf pour le cas de l'Algérie, qui n'a pas été comprise dans l'étude de 2006, et la Jordanie et le Liban, absents de l'enquête de 2001. En outre, les indices de l'indépendance de la Banque centrale et de la loi de garantie des dépôts ne sont disponibles que pour l'année 2001.

Tableau II. 14. Moyenne des indices de la régulation financière et de la gouvernance bancaire

| | Algérie | Egypte | Israël | Jordanie | Liban | Maroc | Syrie | Tunisie | Turquie |
|--|---------|--------|--------|----------|-------|-------|-------|---------|---------|
| Niveau d'intervention de l'Etat dans l'affectation des crédits, de 1 (forte intervention) à 4 (pas d'intervention) | 2,2 | 2,15 | 3,55 | 3,1 | 3,6 | 3,15 | 0,9 | 1,4 | 3,4 |
| Indépendance de la Banque Centrale, de 0 (pas d'indépendance) à 4 (indépendance) | 3 | 0 | 3 | | | 0 | 0 | 0 | 4 |
| Systèmes de crédit traditionnel (informel), 0(n'existe pas) et de 1 (peu développé, peu de garanties) à 4 (très développé, fortes garanties) | 1,5 | 2,5 | 2 | 2 | 2 | 2,75 | 1,75 | 3 | 1,5 |
| Information sur la situation des banques, 0 (pas d'information) et de 1 (faible information) à 4 (forte) | 1,5 | 2,5 | 3,8 | 3 | 3 | 3 | 0,2 | 2,7 | 3,5 |
| Garantie du prêteur : système bancaire (garanties hypothécaires...), de 0 (pas de système de garanties) à 4 (garanties effectives) | 3 | 1,25 | 3,5 | 2,5 | 2,5 | 2,25 | 0,75 | 2,25 | 2,75 |
| Obligation de publication pour les entreprises émettrices, de 0 (pas d'obligation) à 4 (obligation effective) | 3 | 2 | 4 | 3 | 3 | 3 | 0,5 | 3,5 | 3,5 |
| Règles prudentielles : écart de droit entre les standards locaux et internationaux, de 0 (pas de standards locaux) à 4 (faibles écarts par rapport aux standards internationaux) | 2 | 2,1 | 3,6 | 3,2 | 2 | 3,4 | 0 | 2,7 | 2,75 |

| | | | | | | | | | |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------|-------------|
| Supervision bancaire et financière, de 0 (pas de supervision) à 4 (supervision effective) | 2,7 | 2 | 3,65 | 2,3 | 1,6 | 2,3 | 0 | 1 | 2,15 |
| Contrôle interne des banques, de 0 (pas de contrôle interne) à 4 (contrôle effectif) | 2,5 | 2,45 | 2,35 | 3 | 3 | 2,25 | 0,5 | 1,5 | 2,75 |
| Moyenne | 2,37 | 1,88 | 3,27 | 2,76 | 2,62 | 2,45 | 0,51 | 2 | 2,92 |

Source : Calcul de l'auteur à partir de la base des profils institutionnels

Nous remarquons que les indices de la régulation financière sont plus élevés que les deux autres indices que nous avons présentés, hormis le cas de la Syrie, qui affiche un niveau très faible expliquant en partie le faible niveau de son développement bancaire. Mis à part Israël, la Turquie et la Jordanie qui présentent toujours les indices les plus élevés des pays de la région, nous remarquons que le Liban dispose d'un niveau élevé de régulation financière. C'est ce qui explique le développement bancaire enregistré et révélé par l'étude de S. Creane (2007) et celle d'I. Hoskins (2003).

Bien que les sources des données soient différentes entre la base de l'ICRG, la base des profils institutionnels et l'enquête de S. Creane et *al.* (2003, 2007), nous remarquons que le classement des PSM selon le degré de développement institutionnel est le même que celui qui a été établi en fonction d'indicateurs de développement bancaire et financier. Ce constat prouve qu'il existe une relation significative entre l'état de l'infrastructure institutionnelle et politique d'un pays et son degré d'approfondissement et de développement financier. Nous étudierons ce lien dans le cadre du cinquième chapitre de cette thèse.

Conclusion

Nous avons essayé de dégager, dans le cadre de ce deuxième chapitre, les principales caractéristiques des systèmes financiers des PSM. Nous avons aussi tenu à préciser que par développement financier, nous ne désignons pas la libéralisation financière totale et l'ouverture des systèmes financiers à la concurrence internationale, comme présenté par les institutions financières internationales et les théoriciens du « consensus de Washington ». Nous avons pu remarquer, à l'issue de cette étude, que la majorité des systèmes financiers des pays de la région souffrent d'un manque de développement financier par rapport à d'autres pays présentant des caractéristiques similaires. Selon les experts qui se sont intéressés à la question, ce retard de développement financier s'explique par l'absence, dans la plupart des pays, d'un système financier sain, solide et bien structuré. Des raisons d'ordre politique et institutionnel résident aussi dans ce retard de développement financier, puisque les pays de la région sont connus par la faiblesse de leurs institutions politiques et de leur infrastructure légale incapable d'assurer la prévention et le contrôle adéquat des acteurs financiers. Le niveau des créances douteuses, pour l'ensemble de ces pays représente le meilleur indicateur du fait que le système de contrôle et de prévention est défaillant en raison de l'existence de phénomènes de clientélisme, de népotisme, de favoritisme, etc.¹ Il va sans dire que la faillite du système juridique, la non-séparation des pouvoirs et la dépendance du pouvoir judiciaire vis-à-vis du pouvoir exécutif sont aussi responsables de cette situation. D'autant plus que le coût politique du renforcement du cadre juridique et de l'établissement d'infrastructures institutionnelles et politiques adéquates est élevé, si nous prenons en considération le fait, que ce faisant, les gouvernements se mettront en situation de conflit avec leurs « partisans », habitués aux largesses du pouvoir en place. Surtout pour des pays n'ayant pas des habitudes et des traditions démocratiques bien ancrées dans le passé.

Nous présentons dans le chapitre suivant, outre la distinction entre le concept de libéralisation financière interne et externe, les bases de la politique de libéralisation financière graduelle. Autrement dit, les conditions nécessaires à satisfaire avant d'envisager une ouverture financière totale sans risques et sans hériter de ses inconvénients présentés au premier chapitre, étant donné les caractéristiques des systèmes financiers étudiés dans ce deuxième chapitre.

¹ L'indice de l'importance des créances douteuses sur des personnes ou des entités proches du pouvoir politique (1 = forte à 4 = très faible) était de 1 pour la Tunisie, 1 pour la Syrie, 1 pour l'Iran, 2 pour la Turquie, 2 pour le Maroc, 2 pour l'Egypte, 3 pour l'Algérie et 4 pour Israël, dans la base « Profils institutionnels ».

Le gradualisme et la régulation financière comme stratégies de développement financier

Les enseignements tirés de la revue de littérature présentée dans le cadre du premier chapitre nous laissent penser que les politiques d'ouverture financière totale, dans les conditions actuelles, peuvent s'avérer dangereuses et préjudiciables pour les PSM. En effet, la mondialisation financière permet la réduction des coûts d'établissement des opérations en capital, en augmentant la liquidité des marchés financiers. Elle permet aussi une diversification des risques pour les investisseurs internationaux. Néanmoins, la mondialisation financière reste foncièrement porteuse de risques d'instabilité financière. Ces risques sont exacerbés quand des conditions nécessaires ne sont pas satisfaites par le pays désirant s'insérer dans la globalisation financière. Parmi les effets négatifs de ce phénomène, il y a l'émergence des effets de contagion, du fait de la connexion et de l'interdépendance des systèmes financiers à travers la planète. Concrètement, quand un pays donné est victime d'une attaque spéculative, les investisseurs adoptent un comportement moutonnier et réalisent leurs propres anticipations. Il s'ensuit une sortie massive des capitaux investis dans le pays, précipitant les risques d'une crise de change. Etant donné ces réalités, la nécessité de se doter d'un système financier sain, solide et bien régulé est reconnue pour être l'une des conditions les plus importantes pour éviter les effets néfastes de la mondialisation financière.

Puisque le passage à une libéralisation financière totale - qui se traduit par une ouverture du compte capital - est si dangereux, qu'est-ce qui incite les pays en développement à vouloir l'adopter ? Cette question s'applique en particulier au cas des pays qui nous intéresse, qui ne disposent pas, pour la plupart, de systèmes financiers sains et solides, capables d'évoluer dans un environnement d'ouverture financière totale¹, comme constaté au chapitre précédent.

Cette volonté d'ouverture financière s'explique à la fois par la pression exercée par les institutions financières internationales à l'égard de l'ensemble des pays en développement, dans l'espoir de les convertir à la logique de la mondialisation, allant même jusqu'à leur appliquer le principe de la conditionnalité dans l'octroi des prêts et autres aides aux pays en développement. Cela s'explique aussi par le caractère entraînant de la mondialisation

¹ A titre d'exemple, la Tunisie envisage de passer à la convertibilité totale du dinar tunisien en 2010.

financière, comme le note P. Jacquet (1999). Pour s'en prémunir, l'auteur suggère un processus graduel qui se mettrait en place par étapes et non pas « *une question de tout ou rien* »¹. Il préconise l'élaboration, dans un premier temps, d'une politique de contrôle des capitaux, afin de préparer le terrain à un passage à l'ouverture du compte capital, tout en essayant de réaliser des progrès en matière de contrôle des risques, de réglementation et de supervision.

D. Plihon (2000) préconise pour sa part, d'agir par étapes dans le processus de libéralisation financière, afin d'assurer la stabilité et le « *sequencing* » pour les programmes de réforme et de restructuration. Le but est d'éviter les mésaventures connues par de nombreux pays émergents (le Sud-Est asiatique en 1997 et 1998, la Russie et le Brésil en 1998, L'Argentine en 2001...), qui ont sombré dans de graves crises financières après avoir connu une libéralisation financière agressive, précoce et une ouverture du compte capital mal maîtrisée. L'auteur considère qu'il faut aussi s'assurer que deux conditions préalables soient présentes pour ouvrir le système financier à la concurrence internationale, sans courir des risques de fragilisation. Il s'agit d'avoir :

- * Un système financier solide capable d'affronter la concurrence internationale ;
- * Des autorités de surveillance compétentes (et non corrompues), ainsi que des systèmes efficaces de contrôle des risques, avant d'accueillir les capitaux étrangers².

Pour ce troisième chapitre, nous avons suivi, principalement, les recommandations de ces deux auteurs, afin d'essayer de mettre en place une assise théorique pour une politique autre que la politique d'ouverture précipitée du compte capital. Nous présentons, dans la première section, la différence qui existe entre une ouverture financière interne et une ouverture financière externe, ainsi que la différence entre les flux de capitaux de court terme et ceux de long terme. Préciser les différences entre ces notions, nous a paru important pour pouvoir évoquer ensuite les réformes nécessaires et les politiques préalables à la libéralisation financière totale. Le concept de la régulation financière est aussi défini et étudié dans le cadre de cette première section, afin de mieux introduire les pratiques et les différents mécanismes de la régulation. Ces pratiques de la régulation financière, ainsi que celles de la politique des contrôles de capitaux, servant de cadre à la politique de développement financier proposée, ont fait l'objet de la deuxième section de ce présent chapitre.

¹ Jacquet. P (1999) : « Deux décennies de mondialisation financière », *Politique Etrangère*, N°3, p. 8.

² Plihon. D (2000) : « Et maintenant ? Quelques pistes de réflexion et propositions de réformes », dans Appel des économistes pour sortir de la pensée unique (2000) : « Les pièges de la finance mondiale », *Syros*, Paris, p. 221.

I. Le gradualisme dans le processus de libéralisation financière totale

A travers le temps, les économistes se sont mis d'accord pour éviter en premier lieu, les grands déséquilibres budgétaires, et pour atteindre un certain niveau seuil de stabilité macroéconomique durant la procédure des réformes. La plupart des économistes sont aussi convenus que le compte capital ne doit être libéralisé que si le secteur financier domestique est suffisamment réformé et que la libéralisation des biens et services est déjà consolidée. R. McKinnon (1991) ainsi que R. McKinnon et H. Pill (1997) considèrent qu'en raison de l'aléa moral associé au secteur financier, la libéralisation du compte capital doit rester la dernière étape du processus de réforme.

Durant les années quatre-vingt-dix, de nombreux auteurs stipulaient qu'un processus de gradualisme réussi nécessite un système bancaire solide, admettant une régulation prudentielle effective, avant que les restrictions sur la mobilité des capitaux ne soient levées. Dans le sillage de la crise mexicaine et du Sud-Est asiatique, les économistes sont devenus particulièrement attentifs quant à la mise en place, dès le début du processus de réformes, d'un système de supervision et de surveillance bancaire. Comme l'a souligné G. Calvo (1998), le problème est que, sans la présence d'un tel organe, les banques interviendront dans l'intermédiation de flux de capitaux inefficaces (flux de capitaux de court terme spéculatifs). Cette intermédiation bancaire accroît la probabilité de survenance de crises financières systémiques (R. Dornbusch, 1998 ; G. Kaminsky et C. Reinhart, 1999).

L'importance du gradualisme se manifeste dans la prévention de la survenance des crises dans les pays qui souhaitent ouvrir leurs frontières financières. En choisissant de suspendre, précipitamment, les restrictions qui prévalaient sur les opérations en capital, avant que certains aspects concernant l'économie en général et le système financier domestique ne soient réformés, le pays en question risque de précipiter la survenance d'une crise financière doublée d'une crise de change. Les étapes à respecter avant de passer à la libéralisation financière totale concernent :

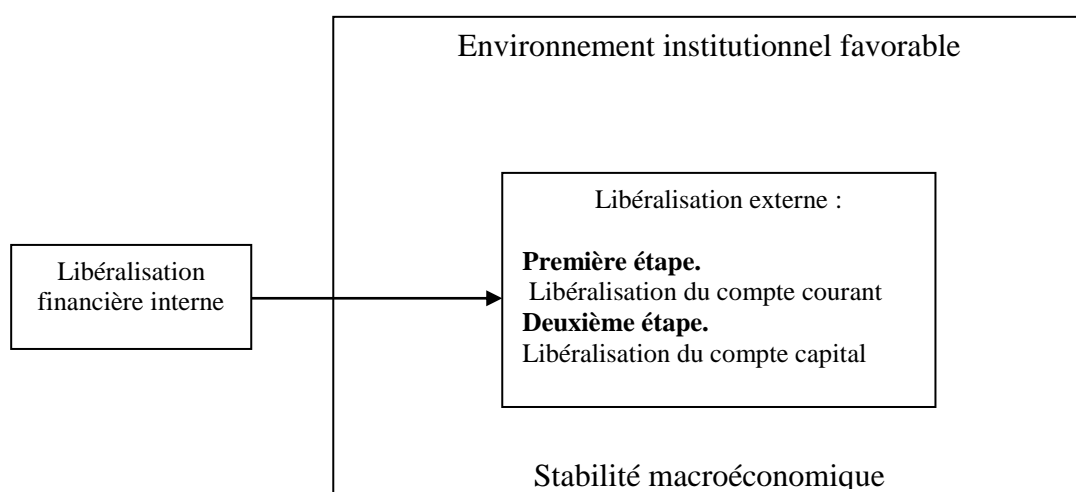
- * La réforme du secteur financier domestique ;
- * Le suivi d'une politique macroéconomique saine assurant la stabilité économique (politique fiscale, politique monétaire et politique de change) ;
- * La libéralisation du compte courant ;
- * Le renforcement de la régulation financière, de la supervision et de la surveillance

prudentielle du système financier ;

* La nécessité de se doter d'un système légal et juridique adéquat pour faciliter le passage à la libéralisation financière totale. Concrètement, cela se traduit par la préparation d'un environnement institutionnel et politique approprié, pour affronter les risques de la mobilité internationale des capitaux.

Nous pouvons schématiser le gradualisme dans l'approche de la libéralisation financière et les différentes étapes citées, par le schéma suivant :

Schéma III. 1. Les étapes de la libéralisation financière



Les économies qui passent directement à l'ouverture de leur compte capital sans s'assurer auparavant qu'elles satisfont à ces conditions, risquent de connaître très vite des crises financières à grande échelle. Elles doivent donc se libéraliser graduellement, tout en maintenant les efforts nécessaires à la poursuite de réformes internes économiques et financières. D'autant plus que même pour les pays développés, bénéficiant de systèmes bancaires solides et d'une régulation structurée, la levée de restrictions sur les flux entrants et transitant par le système bancaire, peut se révéler nuisible et déstabilisatrice. B. Eichengreen et M. Mussa (1998) préconisent de commencer par la libéralisation des flux de capitaux de long terme, en l'occurrence les flux concernant les investissements directs étrangers (IDE). Ces flux de long terme sont moins enclins à des retraits brusques menaçant la stabilité de tout le secteur financier¹. Le transfert de propriété au profit d'investisseurs étrangers qui en résulte, n'occulte pas le fait qu'il est générateur d'avantages pour l'économie. Les avantages les plus

¹ Eichengreen. B et Mussa. M (1998) : « Capital Account Liberalization and the IMF », *Finance & Development*, Décembre, p. 19.

connus associés à ce type d'investissement de long terme, sont le transfert technologique et le transfert du savoir-faire managérial, distillés à l'occasion de l'établissement des IDE. De même, la volatilité des flux d'IDE ne cause pas les mêmes difficultés que pour le cas des flux de court terme, qui sont généralement des flux d'investissement de portefeuille. C'est la raison pour laquelle, ils considèrent que la libéralisation des flux d'investissement direct doit figurer en tant que composante attractive d'un large programme de libéralisation.

Il importe également de signaler qu'autant les étapes devant la libéralisation financière totale sont nécessaires, autant la dernière marche, qui se traduit par une libéralisation du compte capital, est la plus dangereuse. En poursuivant une démarche prudente, progressive et ordonnée, la libéralisation du compte capital, qui fait partie intégrante d'une politique de libéralisation plus large, peut aussi s'avérer bénéfique à certaines conditions. Nous commencerons d'abord par distinguer les deux types de libéralisation financière : La libéralisation financière interne¹ et la libéralisation financière externe².

I.1. La distinction entre la libéralisation financière interne et la libéralisation financière externe

Les premières discussions sur le gradualisme des réformes se sont focalisées sur l'ordre de la libéralisation, entre libéralisation du compte courant et libéralisation du compte capital. R. McKinnon (1973) considère que l'ouverture du compte capital, qui se traduit par un démontage des contrôles de capitaux, doit être opérée après la mise en place d'une libéralisation des échanges de biens et services. Il estime que si le contraire se produit, l'afflux de capitaux entrants donnera lieu à une appréciation du taux de change qui détériorera à son tour le solde de la balance courante. Nous présentons les définitions de ces deux types de libéralisation telles qu'elles sont considérées dans la littérature économique. Il importe, par contre de signaler que surtout pour le cas de la libéralisation financière interne, la définition donnée ne correspond pas exactement à l'objectif du développement financier conçu dans le cadre de ce travail. Les critiques sont exposées après la présentation de la définition.

I.1.1. La libéralisation financière domestique

La libéralisation financière interne, telle qu'elle apparaît dans la littérature, coïncide avec l'élimination de toutes les formes d'interventionnisme étatique dans le fonctionnement des systèmes financiers. De sorte que seuls les mécanismes du marché déterminent qui obtient

¹ Dans la littérature économique, on désigne par libéralisation financière, la libéralisation financière interne ou domestique.

² La libéralisation financière externe est la même chose que la libéralisation financière totale, la libéralisation des mouvements des capitaux ou la libéralisation (convertibilité) du compte capital.

les crédits et à quels prix. La libéralisation financière implique :

- * L'élimination du contrôle des crédits ;
- * La dérégulation des taux d'intérêt ;
- * La promotion de la concurrence dans le secteur bancaire, en éliminant les barrières à l'entrée de nouvelles banques domestiques ou étrangères ;
- * L'octroi de plus d'autonomie aux banques dans la prise de décision ;
- * La privatisation du secteur bancaire.

Les partisans de la libéralisation financière interne défendent l'idée que l'intervention du gouvernement est préjudiciable au bon fonctionnement des systèmes financiers. La substitution de l'Etat par le marché est un choix judicieux, puisque c'est la seule institution capable d'assurer une allocation efficiente des fonds¹. Or, dans la définition du développement financier, présentée dans le premier chapitre, nous avons adopté le point de vue d'M. S Emran et J. Stiglitz (2007), pour qui l'interventionnisme étatique dans le fonctionnement du système financier peut être une solution de deuxième ordre par rapport au problème de l'asymétrie d'information qui caractérise les systèmes financiers². En effet, les partisans d'une élimination de l'interventionnisme étatique des systèmes financiers considèrent que le marché est l'institution la plus appropriée pour assurer une allocation optimale des ressources financières. Pour formuler cette recommandation, ils considèrent que l'information sur les marchés financiers est parfaite et que le coût de son acquisition est nul. Sauf qu'en réalité, l'asymétrie d'information est la caractéristique principale des marchés financiers, et l'intervention de l'Etat s'inscrit dans la logique de la correction de cette anomalie. C'est pour cette raison qu'il est question de solution de second ordre. Quant aux étapes de la libéralisation financière interne, il s'agit de :

- * Libéraliser les taux d'intérêt.
- * Développer les outils indirects d'intervention des Banques centrales sur le marché monétaire.
- * Assurer le développement du secteur bancaire (La réforme de la régulation sélective des crédits, la restructuration et la recapitalisation des institutions financières en difficulté).

¹ Cobham. A (2002) : « Capital Account Liberalisation and Poverty », *Queen Elizabeth House Working Papers*, N°70, p. 15.

² Voir le débat sur la notion du développement financier au premier chapitre.

* Assurer le développement des marchés interbancaires, en réformant les systèmes de règlements entre les banques.

* Assurer le développement des marchés de capitaux de long terme.

* Assurer le développement des marchés de change¹.

Selon l'approche gradualiste de la libéralisation financière, un manque de coordination entre la libéralisation financière interne et la libéralisation financière externe est susceptible de créer des distorsions et des incitations à des mouvements de capitaux non motivés par des fondamentaux économiques sous-jacents. Ceci peut être assimilé à une « invitation » aux mouvements spéculatifs, source d'instabilité pour tout le système économique². En même temps, il y a de bonnes raisons de coordonner la libéralisation des IDE avec des réformes visant le secteur réel de l'économie et le potentiel d'exportation du pays. C'est ce qui sera étudié par la suite, après avoir défini la libéralisation du compte capital, ou la libéralisation financière externe.

I.1.2. La libéralisation du compte capital

La libéralisation des mouvements des capitaux consiste à éliminer toutes les restrictions sur les transactions en capital. Elle peut porter aussi sur l'élimination des restrictions sur les transactions financières internationales des résidents, que sur les investissements dans le pays pour les non résidents. Cette libéralisation s'applique également aux flux de capitaux entrants, comme aux flux de capitaux sortants³. Nous pouvons aussi adopter la définition donnée par la Banque centrale de l'Inde dans son rapport de 1997, qui considère que la convertibilité du compte capital correspond à : « *la liberté de convertir les actifs financiers locaux en actifs financiers étrangers et vice versa selon les taux de change déterminés par le marché. Elle est associée à un changement de la propriété des actifs et passifs financiers étrangers (ou domestiques) et incarne la création et la liquidation de créances sur ou par le reste du monde. La convertibilité du compte capital peut aussi coexister avec d'autres restrictions autres que celles sur les paiements extérieurs. Elle est aussi compatible avec des mesures monétaires/fiscales de nature prudentielle, concernant les opérations de change* »⁴. Ainsi, la

¹ Johnston. B. R et Sundararajan. V (eds) (1999) : « Sequencing Financial Sector Reforms : Country Experiences and Issues », *International Monetary Fund*, Washington cité dans Nsouli. S. M, Rached. M et Funke. N (2002) : « The Speed of Adjustment and the Sequencing of Economic Reforms : Issues and Guidelines for Policymakers », *IMF Working Papers*, N°132, p. 19.

² Johnston. B. R, Darbar. S. M et Echeverria. C (1997) : « Sequencing Capital Account Liberalization : Lessons from the Experiences in Chile, Indonesia, Korea and Thailand », *IMF Working Paper*, N°157, P : 11.

³ Cobham. A (2002) : *op. cit.*, p. 15.

⁴ Reserve Bank of India (1997) : « Report of the Committee on Capital Account Convertibility », Mumbai, p. 4.

réalisation et le passage à une libéralisation financière totale, correspondant à une libéralisation des mouvements des capitaux, n'excluent pas le maintien d'un certain contrôle et des restrictions prudentielles, afin d'assurer la stabilité macroéconomique d'un pays. Ceci représente un aveu en faveur du gradualisme dans la démarche vers la libéralisation financière totale. Bien qu'elle soit une étape délicate, la libéralisation externe offre des avantages économiques considérables pour les pays en développement, à condition qu'elle soit bien ordonnée et surtout bien accompagnée. Nous pouvons aussi synthétiser les différences entre les types de libéralisation financière, en nous basant sur les critères choisis par G. Kaminsky et S. Schmukler (2008)¹

Tableau III. 1. Les différents critères de la libéralisation financière

| Le compte capital | |
|---|---|
| Les critères d'une libéralisation financière totale | |
| <i>Possibilité de s'endetter à l'étranger pour les banques et les entreprises</i> | Les banques et les entreprises sont libres de s'endetter librement à l'étranger. Elles sont parfois tenues d'en informer les autorités, mais les autorisations sont attribuées presque automatiquement. Un système de réserves obligatoires peut être mis en place, mais à un taux inférieur à 10%. La maturité minimum exigée pour les emprunts contractés par les banques et les entreprises locales à l'étranger ne dépasse pas 2 ans. |
| | Et |
| <i>L'existence de taux de change multiples et autres restrictions.</i> | Il n'existe pas de taux de change spéciaux pour les transactions courantes, ni pour les transactions en compte capital. Il n'y a pas non plus de restrictions sur les sorties de capitaux. |
| Les critères d'une libéralisation financière partielle | |
| <i>Possibilité de s'endetter à l'étranger pour les banques et les entreprises</i> | Les banques et les entreprises ont la permission de s'endetter à l'étranger mais elles restent sujettes à quelques restrictions. Les réserves obligatoires sont entre 10 et 50%. La maturité minimum exigée des emprunts peut être de 2 à 5 ans. Il peut y avoir des refus concernant quelques emprunts et certaines restrictions pour des secteurs spécifiques. |

¹ Kaminsky. G et Schmukler. S (2008) : « Short-Run Pain, Long-Run Gain : Financial Liberalization and Stock Market Cycles », *Review of Finance*, Vol 12, N°2, p. 281.

Ou

L'existence de taux de change multiples et autres restrictions.

Il y a des taux de change spéciaux pour les transactions courantes et pour les transactions en capital. Il peut y avoir quelques restrictions aux mouvements de sortie de capitaux.

Les critères d'absence de libéralisation financière

Possibilité de s'endetter à l'étranger pour les banques et les entreprises

Il est pratiquement interdit aux banques et entreprises d'emprunter à l'étranger. Les réserves obligatoires peuvent être supérieures à 50%. La maturité minimum exigée des emprunts peut être supérieure à 5 ans. Il peut y avoir des refus concernant des emprunts et il y a de lourdes restrictions pour des secteurs spécifiques.

Ou

L'existence de taux de change multiples et autres restrictions.

Il y a des taux de change spéciaux pour les transactions courantes et pour les transactions en capital. Il existe des restrictions aux mouvements de sortie de capitaux.

Le secteur financier domestique

Les critères d'une libéralisation financière totale

Les taux d'intérêt débiteurs et créditeurs

Il n'y a pas de contrôles sur les taux d'intérêt (il n'existe ni des niveaux planchers des taux d'intérêt, ni des niveaux plafonds).

Et

Autres indicateurs

Il n'y a pas de contrôles sur les crédits (par contre, il y a la possibilité de subventionner certains secteurs ou de procéder par une allocation ciblée des crédits). Les dépôts en devises sont permis.

Les critères d'une libéralisation financière partielle

Les taux d'intérêt débiteurs et créditeurs

Il y a des contrôles sur aussi bien les taux d'intérêts créditeurs que les taux débiteurs (la possibilité d'existence de niveaux planchers ou des niveaux plafonds de taux d'intérêt)

| | |
|---------------------------|--|
| | Et |
| <i>Autres indicateurs</i> | Il peut y avoir des contrôles sur la distribution des crédits et les dépôts en devises peuvent être refusés. |

Les critères d'absence de libéralisation financière

| | |
|---|--|
| <i>Les taux d'intérêt débiteurs et créditeurs</i> | Il y a des contrôles aussi bien sur les taux d'intérêts créditeurs que sur les taux débiteurs (la possibilité d'existence de niveaux planchers ou de niveaux plafonds de taux d'intérêt) |
|---|--|

| | |
|---------------------------|--|
| | Et |
| <i>Autres indicateurs</i> | Il y a toujours des contrôles dans l'activité de distribution de crédits et les dépôts en devises sont formellement refusés. |

Le marché des capitaux

Les critères d'une libéralisation financière totale

| | |
|--|---|
| <i>Droit d'acquisition par les investisseurs étrangers</i> | Les investisseurs étrangers peuvent détenir des titres domestiques sans aucune restriction. |
|--|---|

| | |
|---|---|
| | Et |
| <i>Possibilité de rapatriement des capitaux, dividendes et intérêts</i> | Les capitaux, les dividendes et les intérêts peuvent être rapatriés sans aucune restriction dans les 2 ans qui suivent l'investissement |

Les critères d'une libéralisation financière partielle

| | |
|--|---|
| <i>Droit d'acquisition par les investisseurs étrangers</i> | Les investisseurs étrangers ont la possibilité d'acquérir jusqu'à 49% du capital de chaque entreprise. Il peut y avoir des restrictions sur la prise de participation dans certains secteurs. Il peut y avoir des moyens indirects pour les investisseurs étrangers de participer aux marchés financiers domestiques. |
|--|---|

| | |
|--|--|
| | Ou |
| | Les capitaux, dividendes et intérêts peuvent être rapatriés mais pas avant 2 ans, ni après 5 ans à |

| | |
|---|--|
| <i>Possibilité de rapatriement des capitaux, dividendes et intérêts</i> | partir de la date de réalisation de l'investissement. |
| Les critères d'absence de libéralisation financière | |
| <i>Droit d'acquisition par les investisseurs étrangers</i> | Les investisseurs étrangers n'ont pas le droit de détenir des titres domestiques. |
| | Ou |
| <i>Possibilité de rapatriement des capitaux, dividendes et intérêts</i> | Les capitaux, dividendes et intérêts peuvent être rapatriés mais pas avant 5 ans à partir de la date de réalisation de l'investissement initial. |

Source : Kaminsky. G et Schmukler. S (2008): *op. cit.*, p. 281.

La distinction entre la nature des flux de capitaux est au moins aussi importante que la distinction entre les types de libéralisation. Les flux de capitaux internationaux peuvent avoir la forme d'investissements directs étrangers (IDE), de crédits et prêts bancaires, d'obligations ou d'actions et autres valeurs mobilières. C'est ce que nous verrons en détails dans la sous-section suivante.

I.1.3. La distinction entre les flux de capitaux de long terme et les flux de capitaux de court terme

Le boom des flux de capitaux en direction des pays émergents durant le début et pendant la décennie quatre-vingt-dix, ainsi que le retournement de la situation provoquant les crises financières en Asie, en Amérique latine et dans les pays en transition ont encore nourri le débat, à l'époque de leur survenance, sur les avantages et inconvénients de l'ouverture financière internationale. Le premier pays à avoir connu ce renversement brusque de tendance était le Mexique, qui a subi une crise monétaire à la fin de l'année 1994, qui s'est transmise à l'ensemble des autres pays d'Amérique latine. Le deuxième pays à avoir connu le même type de crise, mais dans de plus amples proportions, fut la Thaïlande avec la crise du Baht en août 1998. La crise thaïlandaise fut la première dans la région du Sud-Est asiatique, avant qu'elle ne se propage pour gagner toute la zone. C'est la même situation qui a prévalu en Russie en 1998, provoquant la paralysie de la plupart des marchés émergents, en raison du déficit de confiance et de crédibilité dont ont souffert ces marchés. Les flux financiers en direction des pays émergents ont alors enregistré un net recul, et même les marchés financiers internationaux ont connu une contraction due au climat d'inquiétude et de suspicion qui s'est installé. Le facteur commun à l'ensemble des crises ci-dessus évoquées, était une sortie

massive et brusque des capitaux, considérée également comme l'élément déclencheur des crises, plutôt que leur entrée¹. Toutefois, les raisons qui ont précipité le retrait soudain et la sortie des capitaux ne sont pas différentes des facteurs qui les ont attirés. P. Montiel et C. Reinhart (1999) mentionnent les politiques suivies par les pays receveurs des capitaux comme déterminants vis-à-vis du volume, de la composition ainsi que du sens du mouvement de ces capitaux (entrées ou sorties). A cet égard, ils considèrent que les contrôles des capitaux influencent la composition des flux, et que les interventions de stérilisation agissent à la fois sur leurs volumes et leurs compositions, en encourageant l'afflux des capitaux à courte maturité et donc les plus faciles à se retirer en cas de troubles.

Plusieurs théoriciens ont critiqué cette vague en considérant que le mouvement de globalisation financière est responsable du désormais caractère erratique des marchés financiers internationaux et aussi de la survenance des crises financières. Parallèlement à cette vision, d'autres théoriciens estimaient que les déréglementations des marchés financiers internationaux sont à l'origine de l'amélioration de la croissance et de la productivité, du fait de l'optimisation de l'allocation des ressources rendue possible par l'élimination des frontières financières. G. L. Kaminsky (2004) considère que même si les flux de capitaux internationaux ne provoquent pas un excès de volatilité sur les marchés financiers domestiques, ils provoqueront un excès d'inflation en présence d'un régime de change fixe. Plus encore, les flux de capitaux transitoires et de court terme peuvent détériorer les termes d'échange d'un pays donné, conduisant à une perte de sa compétitivité par l'appréciation de son taux de change. Peu importe si les décideurs économiques essayent de remédier à cette situation, surtout quand il s'agit de flux de court terme à motif de spéculation (*hot money*).

Pour mieux comprendre les différences qui existent entre les types de capitaux, il convient de rappeler que tous les mouvements de capitaux ne sont pas homogènes. Il y a :

* Les flux de long terme : Il s'agit généralement des flux d'investissement directs à l'étranger (IDE). Ils sont perçus pour être bénéfiques à l'économie des pays d'accueil, puisqu'ils impliquent, entre autres, un transfert du savoir-faire managérial et technologique. Les flux d'IDE sont déterminés par des fondamentaux économiques structurels, ce qui les rend plus stables et moins volatils que les flux de court terme. En effet, les IDE sont souvent présentés comme irréversibles à court terme ; c'est ce qui explique qu'ils soient plus stables et

¹ Montiel. P et Reinhart. C (1999) : « Do Capital Controls and Macroeconomic Policies influence the Volume and Composition of Capital Flows? Evidence from the 1990s », *Journal of International Money and Finance*, Vol 18, N°4, p. 620.

moins volatils que les autres types de capitaux. Ils améliorent la capacité productive du pays bénéficiaire et produisent les flux de revenus nécessaires à la couverture des futures sorties de capitaux¹.

Les risques liés aux capitaux de court terme sont plus importants et plus sensibles.

* Les flux de court terme : Il s'agit principalement des flux d'investissements de portefeuille, de prêts et de capitaux bancaires. Ces capitaux sont beaucoup plus volatils, puisqu'ils répondent à une logique purement spéculative, ce qui provoque des phénomènes d'afflux et de retraits massifs et parfois brusques. R. Boyer et *al.* (2004) remarquent que : « *L'analyse des crises financières récentes subies par les pays émergents montre que les entrées et sorties massives de capitaux en devises étrangères réalisées par les banques sont un des rouages principaux de l'instabilité financière* »². Les mouvements de flux de court terme à but spéculatif sont motivés par le différentiel de taux d'intérêt entre le pays d'accueil et le pays d'où proviennent ces flux. Ils peuvent être aussi motivés par les anticipations d'évolution du taux de change entre les deux pays, ce qui en fait une source éventuelle de volatilité des capitaux.

Il est évident, d'après la littérature économique, que les flux des IDE sont moins volatils et donc moins dangereux et plus bénéfiques que les autres types de flux de capitaux internationaux, surtout pour les pays en développement. Ce constat se confirme pendant les périodes de crises. Le rapport « *Global Development Finance* » de la Banque mondiale (1999a) montre que pendant la crise de la dette qu'ont connue les pays d'Amérique latine au début des années quatre-vingt, la contraction des flux de capitaux de court terme et de long terme composés principalement par les crédits bancaires et autres investissements en obligations était sept fois supérieure à celle des IDE. Le même scénario s'est déroulé pendant la crise de dette mexicaine de 1994. Le Mexique a enregistré une baisse de 27% des flux d'IDE entre 1994 et 1996, qui a été totalement recouverte en 1997, contre une baisse de 89% des investissements en portefeuille et de 45% des flux de dettes en seulement une année, entre 1994 et 1995. Enfin, pour la dernière crise du Sud-Est asiatique, les flux de capitaux autres que les IDE ont reculé de 22%, alors que les IDE n'ont perdu qu'un peu moins de 5%³. P. Chuhan et *al.* (1996), L. Sarno et M. Taylor (1999) et la Banque mondiale (1999b) ont

¹ Bird, G et Rajan, R. S (2000) : « Financial Crisis and the Composition of International Capital Flows : Does FDI Guarantee Stability », *CIES Discussion Paper*, N°44, p. 2.

² Boyer, R, Dehove, M et Plihon, D (2004) : *op. cit.*, p. 190.

³ Albuquerque, R (2003) : « The Composition of International Capital Flows: Risk Sharing through Foreign Direct Investment », *Journal of International Economics*, Vol 61, N°2, p. 354.

confirmé aussi ces résultats et ont abouti aux mêmes conclusions. Les analyses empiriques suggèrent aussi que les économies émergentes les plus vulnérables aux crashes monétaires sont celles qui ont les ratios les moins élevés de la part des IDE par rapport à l'ensemble des flux entrants, et les ratios les plus élevés de la part des flux de capitaux de court terme par rapport au total des capitaux entrants. A cet égard, J. Frankel et A. Rose (1996) ont utilisé une analyse Probit pour étudier la probabilité de réalisation d'une crise monétaire en fonction du stock d'IDE et du stock des autres flux, à part les IDE. Sur un échantillon de 100 pays émergents durant la période 1971-1992, ils ont trouvé que des faibles ratios d'IDE par rapport à l'ensemble de la dette correspondaient à une probabilité élevée de survenance de crises monétaires dans les pays concernés. Plus précisément, un recul d' 1% des flux d'IDE est associé à une augmentation de la probabilité de crise de 0,3%. Par ailleurs, il existe, parallèlement aux études économétriques, des modèles théoriques qui analysent la volatilité accrue des flux de capitaux de court terme, correspondant aux crédits bancaires et aux flux de portefeuille. L'essence de ces modèles est que la perte initiale d'un minimum de confiance sur les marchés qui reçoivent ce type de capitaux, peut se traduire rapidement par un large mouvement de panique provoquant un exode abrupt des capitaux, du fait de leur caractère mobile et liquide et étant donné que leurs sorties ne sont pas aussi contraignantes et lourdes que celles des capitaux de long terme comme les IDE. Cette situation s'aggrave en l'absence d'un seuil minimum de réserves de changes capables de couvrir la sortie des passifs de court terme.

I.2. Les réformes nécessaires et les politiques préalables à la libéralisation financière

La réalisation des avantages énumérés de la libéralisation financière, est dépendante de l'existence d'un environnement favorable, ainsi que des conditions préalables sans lesquelles l'ouverture du compte capital peut amener à une instabilité macroéconomique et à la survenance de crises. Il est important, surtout pour les pays en développement, de savoir qu'une telle transition nécessite des changements profonds dans de nombreux domaines concernant les activités les plus vitales de l'économie. Il est donc nécessaire d'analyser les conditions préalables et la séquence des réformes avant de mettre en place le calendrier à suivre et la vitesse à laquelle se fera l'ouverture financière.

I.2.1. L'ouverture séquencée du compte courant et du compte capital

R. McKinnon (1973, 1982), J. Frankel (1982) et S. Edwards (1984) préconisent, dans leur démarche progressive de la libéralisation, une ouverture du compte courant, en même temps qu'une réforme du système financier domestique (la libéralisation financière interne) comme première étape. La deuxième étape sera une libéralisation du compte capital (la libéralisation financière externe), puisque c'est l'étape la plus délicate, étant donné qu'elle nécessite plus de précautions et plus de prudence. Selon R. McKinnon (1982), si cet ordre de libéralisation est inversé, il en résultera un afflux de capitaux massif qui causera l'appréciation du taux de change réel, et gênera l'ouverture du compte courant. J. Hanson (1994), partageant l'idée de R. McKinnon, suggère que la stabilité macroéconomique, et la libéralisation financière interne jusqu'à un certain degré, sont des conditions nécessaires à une libéralisation des mouvements des capitaux. Dans le sens opposé à ces idées, des arguments en faveur d'une ouverture simultanée du compte courant et du compte capital ont été avancés par I. Little *et al.* (1970) ; R. Michaely (1986) et A. Krueger (1984)¹.

Depuis que les pays en développement ont signé l'article VIII des accords avec le FMI², la problématique du gradualisme entre la libéralisation du compte courant et du compte capital nécessite davantage de précision sur la période de temps qui doit s'écouler entre les deux types de libéralisation. La signature de ces accords, nécessite aussi un examen des restrictions à mettre en place sur les opérations du compte courant, afin d'éviter la fuite des capitaux pendant la phase transitoire, qui précède la libéralisation financière totale. En effet, les opérateurs résidents auront tendance à « maquiller » des opérations relevant du compte capital, afin de les faire passer pour des opérations du compte courant, profitant de la libéralisation de ce dernier.

La libéralisation du compte courant peut conduire à une libéralisation *de facto* du compte capital. L. Kasekende *et al.* (1998) ainsi que C. Kimei *et al.* (1997) ont trouvé que pour le cas de l'Ouganda et de la Tanzanie, il y a eu des fuites considérables de capitaux à travers des opérations relevant du compte courant. Le même constat a été fait par B. Kahn et J. Leape (1997) pour le cas de l'Afrique du Sud.

¹ Schneider. B (2001) : « Issues in Capital Account Convertibility in Developing Countries », *Development Policy Review*, Vol 19, N°1, p. 37.

² C'est l'article qui institue la suppression des restrictions sur les paiements relatifs au compte courant.

| Ouverture simultanée du compte courant et du compte capital | Ouverture séquencée du compte courant et du compte capital |
|---|--|
| Argentine | Corée du Sud |
| Kenya | Chili |
| Ouganda | Inde |
| Pérou | Indonésie |
| | Malaisie |

C'est ce qui explique le recours à certaines restrictions sur les opérations du compte courant pour quelques pays en développement, même après la signature de l'article VIII des accords du FMI. A titre d'exemple, l'Inde a maintenu certaines restrictions même après la libéralisation du compte courant, afin d'empêcher les opérateurs économiques résidents d'utiliser cette libéralisation, pour faire passer des opérations relevant du compte capital.

Par ailleurs, la décision de libéraliser le compte capital, en raison de la pression exercée par l'ouverture du compte courant est, selon B. Schneider (2001), une mauvaise stratégie. Il considère que l'expérience des pays ayant adopté le choix de la libéralisation, montre l'importance de la restructuration du secteur financier avant l'ouverture. C'est ce que nous désignons par l'ouverture financière interne qui doit intervenir avant la libéralisation financière externe. Puisque les conditions pour une convertibilité totale du compte capital sont si strictes, il faut que cette libéralisation soit graduelle et se fasse par étapes. Nous exposons dans ce qui suit les conditions nécessaires qui doivent accompagner le passage de la libéralisation financière interne à la libéralisation financière externe.

I.2.2. Les conditions nécessaires à une libéralisation ordonnée du compte capital

R. Dornbusch (1998) trouve qu'il manque un élément structurel dans le débat soulevé par McKinnon sur l'ordre de libéralisation du compte courant et du compte de capital. Selon lui, R. McKinnon n'a pas évoqué le fait que les deux types d'ouvertures nécessitent des restructurations qui les devancent et les accompagnent par la suite une fois qu'elles sont lancées. L'ouverture du compte courant nécessite une restructuration du secteur industriel, alors que la convertibilité du compte capital nécessite une restructuration du secteur financier.

Le débat sur l'ouverture séquencée du compte courant et du compte capital, ne s'arrête donc pas seulement à l'ordre selon lequel ces deux comptes doivent être libéralisés, mais s'étend à d'autres domaines et secteurs de l'économie. En effet, il existe un consensus dans la littérature économique sur l'importance d'assurer la stabilité macroéconomique, la réforme et la stabilisation du secteur financier domestique dès le début du processus de réformes. B. Johnston et *al.* (1999) notent que le gradualisme de la libéralisation des deux comptes de la balance des paiements est tellement complexe, qu'il existe un risque que les recommandations et les prescriptions à suivre soient trompeuses et ne mènent pas à l'objectif de stabilité affiché. B. Johnston et *al.* (1999) s'accordent ici avec l'idée qu'il ne s'agit pas d'un problème d'ordre de libéralisation, mais plutôt de toute une série de réformes à mener simultanément à l'ouverture du compte courant et du compte capital, afin de garantir la réussite de la libéralisation financière totale. Dans le même ordre d'idées, la Banque centrale de l'Inde (1997) et S. Tarapore (1998) soulignent le besoin d'une approche intégrée pour une libéralisation du compte capital, et la réforme du secteur financier. Ils considèrent qu'il sera préjudiciable, autant qu'erroné de distinguer l'approche publique de la dérégulation du compte capital d'une part, et l'approche de la régulation et du développement de l'infrastructure financière d'autre part. La libéralisation des mouvements de capitaux doit être traitée comme une partie intégrée d'un large programme de réformes économiques¹. C'est la raison pour laquelle nous exposons, dans ce qui suit, l'importance de la régulation du système financier comme composante du programme de libéralisation financière graduelle.

I.3. La régulation et la supervision du système financier

M. Ruimy (2006) considère que la globalisation financière, la déréglementation d'activités sectorielles, l'émergence de nouveaux produits financiers parfois très complexes et la montée en puissance de la finance de marché, représentent autant de facteurs d'incertitude qui ont impliqué un renouvellement des modes d'intervention des autorités publiques sur les secteurs financiers. Pourtant, la problématique de la régulation financière n'est pas nouvelle. En effet, dès la fin des années quatre-vingt, la sphère financière était marquée par la survenance de crises financières en Asie et en Amérique latine. Plus récemment, la crise des *subprimes*, ainsi que les scandales financiers qui ont provoqué une perte de confiance des agents économiques (l'affaire Madoff, Société Générale...), ont fini par mettre en avant, la question de la régulation financière². Commençons donc par définir ce qu'est exactement la

¹ Johnston. B, Darbar. S et Echeverria. C (1999) : *op. cit.*, p. 6.

² Ruimy. M (2006) : « Panorama du système financier : La régulation financière », *Cahiers français*, N°331, p. 34.

régulation financière, avant d'en présenter les motifs, ainsi que l'architecture des systèmes liés à cette notion.

I.3.1. La définition de la régulation financière

Les termes « supervision », de même que « surveillance » ou « contrôle », désignent tous la régulation selon M. Ruimy (2006). C'est la raison pour laquelle nous trouvons dans la littérature économique, des expressions comme « supervision bancaire », « surveillance des systèmes de paiement » ou « régulation des marchés financiers ». La régulation dans une activité donnée (banques, assurances, marchés financiers) s'attache à faciliter l'accès ou le retrait à certaines professions, à élaborer des règles voire à prendre des sanctions à l'aide de pouvoirs légaux spécifiques. La régulation financière se décompose en trois niveaux d'intervention :

- * *La supervision prudentielle* : Elle consiste au respect des grands équilibres par les intervenants ;
- * *La réglementation* : C'est la définition des règles de fonctionnement des acteurs et de réalisation des opérations ;
- * *Le contrôle* : C'est la surveillance *a priori* ou *a posteriori* des organismes et des opérations¹.

I.3.2. Les motifs de la régulation financière

La régulation du système financier vise à assurer la protection des agents opérant au sein du système, à fixer et à faire respecter les règles de la concurrence. La spécificité des activités financières y ajoute deux motifs supplémentaires : les risques systémiques qu'engendre le volume des échanges et la place stratégique de ce secteur dans l'économie. Dans le secteur financier, la régulation prend une importance supplémentaire du fait de l'existence de deux principaux dysfonctionnements : l'asymétrie d'information dont souffrent les petits déposants et les externalités négatives.

¹ *ibid*, p. 35.

a. L'asymétrie d'information

La notion d'asymétrie d'information fut évoquée pour la première fois par G. Akerlof (1970), qui a analysé la dynamique de sous-information d'une des deux parties d'un contrat. En effet, les individus amenés à établir un contrat de financement ne sont jamais dans une situation d'équilibre informationnel. D'un côté, l'emprunteur connaît les caractéristiques de son projet d'investissement ainsi que ses capacités de remboursement ; de l'autre côté, le prêteur confie son épargne aux institutions financières et ignore l'usage dont elle fera l'objet par la suite. La mission des organismes de contrôle est de contrer les effets négatifs de cette imperfection de marché.

b. Les externalités négatives

Les faillites bancaires peuvent se transmettre d'un établissement à l'autre par effet de contagion ou du fait de l'intensité des relations interbancaires. L'impact d'une faillite ne se limite donc pas à la banque initialement touchée. Les banques centrales qui sont en charge de la supervision et du contrôle des établissements de crédit doivent limiter l'étendue de la faillite, de sorte qu'elle n'atteigne pas l'ensemble du système. M. Ruimy (2006) considère que la prévention de ce risque systémique constitue la seconde justification de l'intervention publique dans le secteur financier¹. D. Plihon (2006) estime qu'étant donné le coût élevé, des crises systémiques, elles doivent être évitées à tout prix. C'est l'objet des politiques de prévention des crises. Des progrès importants ont été réalisés dans ce domaine depuis les débuts de la globalisation financière dans les années soixante-dix. La principale avancée en la matière est due aux travaux du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire créé en 1974 (voir l'encadré).

¹ *ibid*, p. 35.

Encadré. Les principes fondamentaux des accords de Bâle (*Basel Core Principles*)

Les principes fondamentaux de Bâle comportent 25 principes considérés comme nécessaires à l'efficacité d'un système de contrôle, classés en sept grandes catégories : objectifs, indépendance, pouvoirs, transparence et coopération (principe 1) ; agrément et structure (principes 2 à 5) ; réglementation et exigences prudentielles (principes 6 à 18) ; méthodes de contrôle bancaire permanent (principes 19 à 21) ; exigences en matière de comptabilité et d'information financière (principe 22) ; mesures correctrices à la disposition des autorités de contrôle (principe 23) ; contrôle consolidé et à l'échelle internationale (principes 24 et 25). Ces principes sont les suivants :

Principe 1 : Objectifs, indépendance, pouvoirs, transparence et coopération.

Un système de contrôle bancaire efficace doit assigner des responsabilités et objectifs clairs à chaque autorité participant à la surveillance des banques. Chacune de ces autorités devrait disposer d'une indépendance opérationnelle, de procédures transparentes, d'une bonne gouvernance, ainsi que des ressources adéquates, et devrait être tenue de rendre des comptes concernant l'exercice de ses attributions. Le contrôle bancaire doit également disposer d'un cadre juridique approprié devant couvrir, entre autres : l'agrément des établissements bancaires et leur contrôle permanent ; les compétences pour traiter les problèmes de conformité avec la législation, ainsi que les questions de sécurité et de stabilité ; la protection juridique des autorités de contrôle. Des dispositions devraient régir, en outre, l'échange d'informations entre celles-ci, de même que la protection de la confidentialité de ces données.

Principe 2 : Activités autorisées.

Les activités autorisées des établissements agréés et soumis à la surveillance prudentielle en tant que banques doivent être clairement définies, et à l'emploi de la dénomination « banque » devrait être autant que possible contrôlé.

Principe 3 : Critères d'agrément.

L'autorité qui accorde l'agrément doit être habilitée à fixer des critères et à rejeter les candidatures d'établissements n'y satisfaisant pas. La procédure d'agrément devrait consister, au minimum, en une évaluation de la structure de propriété et de la gouvernance de la banque et du groupe auquel elle appartient, de la compétence et de l'honorabilité des administrateurs et de la direction générale, de sa stratégie et de son plan d'exploitation, de ses contrôles internes et de sa gestion des risques, ainsi que de sa situation financière projetée, y compris de ses fonds propres. S'il est prévu que le propriétaire ou l'organisation mère soit une banque étrangère, il convient d'obtenir l'accord préalable de l'autorité de contrôle du pays d'origine.

Principe 4 : Transfert de propriété significatif.

L'autorité de contrôle bancaire est habilitée à examiner et à rejeter toute proposition visant à opérer le transfert d'une participation significative à des tiers ou à leur transférer des pouvoirs de contrôle dans des banques existantes, que ces pouvoirs soient détenus directement ou indirectement.

Principe 5 : Importantes opérations d'acquisition.

L'autorité de contrôle bancaire est habilitée à définir des critères pour examiner les opérations importantes d'acquisition ou d'investissement d'une banque, y compris la mise en place d'opérations à l'étranger, et pour vérifier que la structure du groupe ou de l'entreprise ne l'expose pas à des risques excessifs ou ne s'oppose pas à un contrôle efficace.

Principe 6 : Exigences de fonds propres.

Les autorités de contrôle bancaire doivent établir pour toutes les banques des exigences de fonds propres minimales prudentes et appropriées, reflétant les risques encourus par l'établissement, et déterminer les composantes des fonds propres, en tenant compte de leur capacité à absorber les pertes. Au moins pour les banques qui opèrent à l'échelle internationale, ces exigences de fonds propres ne doivent pas être inférieures à celles prévues dans le dispositif d'adéquation des fonds propres de Bâle applicable.

Principe 7 : Processus de gestion des risques.

Les autorités de contrôle bancaire doivent avoir l'assurance que les banques et les groupes bancaires disposent d'un processus complet de gestion des risques (comportant une surveillance appropriée de la part du conseil d'administration et de la direction générale) pour identifier, évaluer, suivre et contrôler, ou réduire, tous les risques significatifs et pour évaluer l'adéquation globale de leurs fonds propres au regard de leur profil de risque. Ce processus est adapté à la taille et à la complexité des établissements.

Principe 8 : Risque de crédit.

Les autorités de contrôle bancaire doivent avoir l'assurance que les banques disposent d'une procédure de gestion du risque de crédit qui tienne compte du profil de risque de l'établissement, et de politiques et procédures prudentes permettant l'identification, la mesure, le suivi et le contrôle du risque de crédit (y compris le risque de contrepartie). Ce principe inclut l'octroi de prêts et la réalisation d'investissements, l'évaluation de la qualité de ces prêts et investissements, ainsi que la gestion courante de ces portefeuilles.

Principe 9 : Actifs à problèmes, provisions et réserves.

Les autorités de contrôle bancaire doivent avoir l'assurance que les banques définissent et suivent des politiques et procédures adéquates pour gérer leurs actifs à problèmes et évaluer l'adéquation de leurs provisions et de leurs réserves.

Principe 10 : Limites d'exposition aux grands risques.

Les autorités de contrôle bancaire doivent avoir l'assurance que les banques sont dotées de politiques et procédures permettant à la direction d'identifier et de gérer des concentrations au sein du portefeuille ; elles doivent également fixer des limites à l'exposition aux risques envers une même contrepartie ou un groupe de contreparties liées entre elles.

Principe 11 : Expositions envers des personnes liées à la banque.

Afin d'éviter des abus résultant d'expositions (aussi bien au bilan qu'au hors-bilan) envers des personnes ayant un lien avec la banque et de prévenir les conflits d'intérêts, les autorités de contrôle bancaire doivent disposer de normes stipulant que les opérations avec des personnes liées à la banque s'effectuent aux conditions du marché, que ces expositions font l'objet d'un suivi efficace, que les dispositions appropriées sont prises pour en contrôler ou réduire les risques et que les abandons de créances relatifs à ces expositions sont effectués selon les politiques et procédures standards.

Principe 12 : Risque-pays et risque de transfert.

Les autorités de contrôle bancaire doivent avoir l'assurance que les banques sont dotées de politiques et procédures adéquates pour identifier, mesurer, suivre et contrôler le risque-pays et le risque de transfert liés à leurs activités internationales de prêt et d'investissement ainsi que pour constituer des réserves et provisions appropriées en regard de ces risques.

Principe 13 : Risques de marché.

Les autorités de contrôle bancaire doivent avoir l'assurance que les banques disposent de politiques et procédures permettant d'identifier, de mesurer, de suivre et de contrôler précisément les risques de marché ; elles doivent, si nécessaire, être habilitées à imposer des limites et/ou exigences de fonds propres spécifiques en regard de leur exposition aux risques de marché.

Principe 14 : Risque de liquidité.

Les autorités de contrôle bancaire doivent avoir l'assurance que les banques sont dotées d'une stratégie de gestion de la liquidité adaptée à leur profil de risque, et de politiques et procédures prudentes pour identifier, mesurer, suivre et contrôler le risque de liquidité, et gérer leurs liquidités au jour le jour. Elles doivent veiller à ce que les banques disposent de plans d'urgence pour faire face aux problèmes de liquidité.

Principe 15 : Risque opérationnel.

Les autorités de contrôle bancaire doivent avoir l'assurance que les banques disposent de politiques et procédures de gestion du risque pour identifier, évaluer, suivre et contrôler/réduire le risque opérationnel. Ces politiques et procédures doivent être adaptées à la taille et à la complexité de la banque.

Principe 16 : Risque de taux d'intérêt dans le portefeuille bancaire.

Les autorités de contrôle bancaire doivent avoir l'assurance que les banques sont dotées de systèmes efficaces pour identifier, mesurer, suivre et contrôler le risque de taux d'intérêt de leur portefeuille bancaire, comportant une stratégie bien définie, approuvée par le conseil d'administration et mise en œuvre par la direction générale. Ces systèmes doivent être adaptés à la taille et à la complexité de ce risque.

Principe 17 : Contrôles internes et audit.

Les autorités de contrôle bancaire doivent avoir l'assurance que les banques sont dotées de procédures de contrôles internes adaptées à la taille et à la complexité de leurs activités et recouvrant plusieurs aspects : dispositions claires de délégation des pouvoirs et des responsabilités ; séparation des fonctions donnant lieu à un engagement de la banque, au versement de fonds et touchant aux actifs et aux passifs ; vérification de concordance de ces processus ; préservation des actifs ; audit interne et fonction de contrôle de conformité indépendants et appropriés pour vérifier la mise en œuvre de ces contrôles ainsi que le respect des lois et réglementations applicables.

Principe 18 : Utilisation abusive de services financiers.

Les autorités de contrôle bancaire doivent avoir l'assurance que les banques disposent de politiques et procédures appropriées, comprenant des critères rigoureux de connaissance de la clientèle, garantissant un haut degré d'éthique et de professionnalisme dans le secteur financier et empêchant que la banque ne soit utilisée, intentionnellement ou non, dans le cadre d'activités criminelles.

Principe 19 : Approche prudentielle.

Un dispositif de contrôle bancaire efficace exige que les autorités de contrôle développent et maintiennent une compréhension approfondie des opérations des établissements et des groupes bancaires, ainsi que du système bancaire dans son ensemble, en mettant l'accent sur la sécurité, la solidité et la stabilité de ce système.

Principe 20 : Méthodes prudentielles.

Un système de contrôle bancaire efficace devrait comporter à la fois un contrôle sur place et un contrôle sur pièces, ainsi que des contacts réguliers avec la direction de la banque.

Principe 21 : Exigences de déclaration aux autorités de contrôle.

Les autorités de contrôle bancaire doivent se doter des moyens de rassembler, d'examiner et d'analyser, une base tant individuelle que consolidée, les états prudentiels et les déclarations statistiques fournis par les banques. Elles doivent aussi avoir les moyens de vérifier ces informations en toute indépendance, en effectuant des inspections sur place ou en recourant à des auditeurs externes.

Principe 22 : Exigences en matière de comptabilité et d'information financière.

Les autorités de contrôle bancaire doivent avoir l'assurance que chaque banque tient sa comptabilité de manière adéquate, conformément à des conventions et pratiques largement reconnues sur le plan international, et qu'elle publie régulièrement des informations reflétant fidèlement sa situation financière et sa rentabilité.

Principe 23 : Mesures correctrices à la disposition des autorités de contrôle.

Les autorités de contrôle bancaire doivent avoir à leur disposition une gamme d'instruments adéquats pour mettre en œuvre des mesures correctrices en temps opportun. Elles devraient notamment être habilitées, le cas échéant, à retirer un agrément ou à en recommander la révocation.

Principe 24 : Contrôle sur une base consolidée.

Un élément essentiel du contrôle bancaire réside dans la capacité des autorités de surveiller un groupe bancaire sur une base consolidée, en assurant un suivi adéquat et, le cas échéant, en appliquant des normes prudentielles appropriées à tous les aspects des activités menées par le groupe bancaire à l'échelle mondiale.

Principe 25 : Relations entre les autorités du pays d'origine et du pays d'accueil.

Le contrôle consolidé à l'échelle internationale nécessite une coopération et un échange d'informations entre les autorités de contrôle du pays d'origine et les diverses autres autorités de contrôle concernées, principalement celles du pays d'accueil. Les autorités de contrôle bancaire doivent exiger que les activités exercées dans leur propre pays par des banques étrangères obéissent au même niveau de normes que celui auquel sont soumis les établissements nationaux.

Source : Banque des règlements internationaux (2006) : « Principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace », Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, p. 3.

Les recommandations du Comité de Bâle, surtout par le biais de l'accord de Bâle de 1988, ont poussé les banques à perfectionner leurs méthodes de gestion des risques et ont cherché à généraliser ces procédures à l'ensemble des pays, afin de répondre aux exigences de la globalisation financière¹.

I.3.3. L'architecture des systèmes de régulation

Le changement des comportements d'épargne, le développement technologique et les innovations financières ont fini par changer la nature des rapports entre les épargnants et les intermédiaires financiers. Du côté de la demande, les besoins des investisseurs financiers se sont beaucoup affinés grâce à une meilleure diffusion de l'information et à une plus grande comparabilité des produits. Du côté de l'offre, un important mouvement de désintermédiation a rendu négociables un plus grand nombre de produits financiers. Ainsi, les établissements financiers ont mené des politiques volontaristes de diversification, d'individualisation des besoins ainsi qu'une rationalisation des coûts. Ces mutations ont eu comme conséquences la formation :

* Soit de grands conglomérats financiers qui offrent un large éventail de produits financiers par le biais de leurs branches spécialisées.

* Soit de petites entités fortement spécialisées et innovantes sur des créneaux très pointus (appelées aussi « niches »).

M. Ruimy (2006) conclut que « *la solvabilité d'une banque ne peut désormais plus s'apprécier au seul regard de son activité de crédit, et que l'intégrité d'un marché ne se préserve pas en contrôlant uniquement la Bourse* »²

Dans ce contexte, s'il est vrai qu'il y a une tendance à l'uniformisation de la régulation en fonction d'objectifs et de principes reconnus au plan international, il subsiste, en revanche, une grande différence dans l'architecture des systèmes de régulation. L'organisation nationale de toute régulation financière est ancrée dans la culture, l'histoire, le droit voire la sociologie du pays. C'est ce qui explique et justifie les différences de réglementation. Dans la plupart des pays, la supervision s'effectue institution par institution. Il existe de ce fait, dans chaque pays, un régulateur en charge des banques (Banque centrale), un superviseur en charge des sociétés d'assurance, un superviseur en charge des entreprises d'investissement et un ou plusieurs

¹ Plihon. D (2006) : « Instabilité financière et risque systémique : l'insuffisance du contrôle macroprudentiel », *Cahiers français*, N°331, p. 88.

² *ibid*, p. 36.

superviseurs en charge des marchés des valeurs mobilières. Ceci implique une multiplicité d'autorités de supervision dans chaque pays qui, face à l'intégration des différents métiers de la banque et de la finance, doivent coopérer entre elles.

Certains pays ont choisi de maintenir une structure à deux piliers (*twin peaks regulation*). Cette architecture est constituée, d'une part, d'une surveillance macroprudentielle, qui a pour objectif de réguler, par le biais de règles ou de décisions de portée générale, l'ensemble du secteur afin d'éviter un risque systémique. Cette architecture est complétée, d'autre part, par une surveillance microprudentielle, qui s'intéresse à chacun des acteurs financiers pris individuellement. A cet égard, D. Plihon (2006) attire l'attention sur le fait qu'il y a eu récemment une prise de conscience de l'insuffisance de la supervision microprudentielle, même de la part des institutions internationales telles que le FMI ou le BRI. La nécessité de mettre en œuvre des dispositifs macroprudentiels a été largement admise par ces institutions et par les théoriciens de la régulation financière. Ces dispositifs sont destinés à stabiliser le système bancaire et financier dans sa dimension globale, et à contenir, par conséquent, les risques de nature systémique¹. Dans l'étude économétrique du chapitre VI, nous avons essayé de construire un indice de régulation bancaire en tenant plus compte de la surveillance de nature macroprudentielle, que microprudentielle. Le tableau ci-dessous, présente les deux volets micro et macro de la régulation prudentielle, sur lesquels doit s'appuyer une prévention efficace des risques :

¹ Plihon, D (2006) : *op. cit.*, p. 89.

Tableau III. 2. Les volets micro et macro de la régulation prudentielle

| | Perspective microprudentielle | Perspective macroprudentielle |
|--|--|--|
| Objectif premier | Limiter les épisodes de détresse des institutions financières considérées individuellement. | Limiter les épisodes de crise affectant l'ensemble du système financier. |
| Modalité | Repérer les risques des institutions financières à un moment donné. | Anticiper le profil temporel du risque commun à un grand nombre d'institutions financières. |
| Objectif ultime | Protection du consommateur – (déposant/investisseur). | Eviter les coûts d'une crise financière en termes de perte de croissance et d'implication budgétaire. |
| Type de risque | Choc exogène souvent idiosyncratique révélant des faiblesses de la gestion individuelle du risque. | Processus endogène : les interactions entre agents (mimétisme) et leur comportement procyclique amplifient les déséquilibres et entraînent une crise financière. |
| Type de modèle de référence pour la supervision | Equilibre partiel, modèle typique de gestion de portefeuille | Equilibre général, prise en compte des interdépendances entre institutions et corrélations entre risques et marchés |
| Calibrage des contrôles prudentiels | En termes de risque individuel en fonction de chocs le plus souvent idiosyncratiques. Approche ascendante : du micro au macro. | En fonction du risque de crise systémique que fait courir une institution financière. Approche descendante : du macro au micro. |
| Théorisation/Formalisation | Modèles de panique bancaire de D. Diamond et P. Dybvig (1983) | Modèle d'instabilité financière de H. Minsky (1982) |
| Références historiques | Herstadt (1974), BCCI (1990), Barings (1994) | Crises latino-américaines des années 1980. Crises bancaires des pays nordiques au début des années 1990 Crises du Sud-Est asiatique (1997-1998) Crise japonaise (1993-2003) |

Source : Plihon. D (2006) : *op. cit.*, p. 89 d'après Borio. C (2003) : « Towards a Macroprudential Supervision and Regulation ? », *BRI Document de travail*, N°128.

Les contrôles de capitaux constituent, avec la régulation bancaire, une dernière série de mesures de nature à atténuer les effets déstabilisants de la finance internationale. D. Plihon (2006) souligne le fait que la plus grande part des flux financiers internationaux obéit en temps ordinaire à un schéma procyclique, et souvent à une logique spéculative qui risque de déstabiliser les banques et les entreprises. La régulation des capitaux peut contribuer à protéger les économies contre les crises financières. L'exemple de la Corée et de la Chine pendant les années quatre-vingt-dix, que nous allons étudier en détails dans le cadre du quatrième chapitre, montre que cet instrument peut se révéler efficace. C'est ce qui fera l'objet de la section suivante de ce chapitre, où il sera question d'exposer et d'étudier les différentes formes et mécanismes d'application de la régulation financière et des contrôles de capitaux comme composantes de politiques allant à contresens de la politique de libéralisation financière.

II. Les pratiques de la régulation financière et des contrôles de capitaux

La libéralisation des marchés financiers et des secteurs bancaires domestiques, le relâchement des restrictions et autres contraintes sur l'activité d'emprunt et de prêt avec les intermédiaires financiers étrangers ont abouti à l'émergence de nouveaux risques qui guettent les secteurs financiers domestiques. D'où l'importance de se munir de systèmes de contrôle, et de régulation fiables pour contrer ces risques inhérents à la globalisation et l'interconnexion des systèmes financiers. B. Schneider (2001) considère que dans ce nouveau contexte, les pays ne disposent plus d'assez de temps pour répondre à des perturbations de type systémique. Ceci tend à augmenter leurs dépendances aux autres pays, et aux organisations financières internationales, comme le FMI.

Pourtant, il semble que les IFI et notamment le FMI ont négligé la réglementation financière de leurs programmes de réformes destinés aux pays en développement. Ne pensant qu'aux cas des pays d'Amérique latine du début des années quatre-vingt, le FMI considérait que les crises ayant touché ces pays étaient dues essentiellement aux politiques budgétaires expansionnistes et au laxisme monétaire. Alors qu'en réalité, l'insuffisance de la réglementation du secteur financier en était la cause. Au contraire, le FMI est allé jusqu'à faire pression pour la réduction du contrôle et de la réglementation financière, jusqu'au déclenchement de la crise asiatique qui l'a obligé à changer de politique¹.

Etant donné que l'ouverture du compte capital exacerbe les défaillances et les faiblesses de l'intermédiation domestique, comme l'ont montré les crises en Thaïlande et en Indonésie, la régulation prudentielle joue le rôle de garde-fou contre ces risques de la globalisation financière. Il faut donc attirer l'attention sur la nécessité de mettre en place des structures de régulation, de contrôle et de supervision pour accompagner un éventuel passage vers la libéralisation financière totale, une fois les conditions préalables accomplies. C'est ce que nous essayerons de montrer dans le reste de la section.

II.1. La mise en application de la régulation financière

La réglementation et la supervision financière ont été souvent intimement liées à l'existence et au fonctionnement même des banques et des marchés financiers. L'importance de son rôle a fait l'unanimité parmi les économistes du fait du caractère spécifique du secteur

¹ Stiglitz. J (2002) : « La grande désillusion », *Editions Le livre de Poche*, Paris, p. 142.

financier en comparaison aux autres secteurs économiques, où la nécessité de la régulation n'a pas été toujours admise.

Après la définition du concept de la régulation financière, ses motifs et son architecture dans le cadre de la première section, l'objectif de cette deuxième section est de présenter la pratique de la régulation et comment elle s'exerce sur le secteur financier, après avoir exposé les différentes approches théoriques concernant la place que doit occuper l'Etat dans ces pratiques de la régulation.

II.1.1. La place de l'Etat dans la régulation financière

Le seul point de discordance entre les théoriciens sur la nécessité de la régulation financière était la désignation du degré optimal d'implication du gouvernement dans le fonctionnement de l'appareil financier. Il existe dans la littérature économique, trois approches concernant le débat sur la place de l'Etat dans la réglementation et la supervision financière.

a. L'approche privée de la régulation financière

Les tenants du premier courant prônent la nécessité du laissez-faire et croient aux vertus du marché et aux bienfaits de la « main invisible ». Le gouvernement, selon cette approche, n'a pas un rôle à jouer dans la régulation du système financier, et les marchés se substituent à l'Etat pour assurer la supervision et instaurer la discipline aux institutions financières. Cette approche était critiquée par rapport au fait que les petits déposants trouvent que le coût du contrôle des institutions dans lesquelles ils ont placé leur épargne est élevé, ce qui les décourage à exercer ce contrôle et incite ainsi les banques à adopter une attitude risquée du fait de l'absence de supervision. En outre, dans les pays qui souffrent d'un sous-développement des marchés des capitaux, de l'insuffisance de normes comptables et où la législation en vigueur n'est pas bien appropriée, les structures de surveillance des banques ne peuvent pas assurer pleinement leurs fonctions stabilisatrices. De plus, même dans les pays développés, l'opacité et la complexité des systèmes d'organisation et de fonction des banques sont de nature à rendre difficile leur contrôle de la part de structures privées de supervision. Une dépendance au contrôle privé des banques peut engendrer, donc, une surexploitation des déposants, ainsi que de faibles performances des banques.

Ainsi, le gouvernement peut s'ériger comme un superviseur délégué de la part des déposants, exploitant au passage les économies d'échelle pour atténuer les coûts élevés de recherche d'informations¹, d'où la deuxième approche.

b. L'approche interventionniste de la régulation financière

Cette approche tient ses racines du point de vue d'A. C. Pigou (1938), qui stipule que l'existence des externalités négatives et d'asymétrie informationnelle légitime l'intervention gouvernementale pour atténuer ces anomalies liées au fonctionnement des systèmes financiers. A. Gerschenkron (1962) a aussi défendu l'idée que l'Etat peut venir à bout des défaillances des marchés financiers et bancaires, en exploitant les externalités positives et en investissant dans les projets socialement profitables et stratégiquement importants. Selon cette optique, les gouvernements disposent d'une information plus fiable que les autres acteurs économiques, ainsi que des incitations à promouvoir des investissements socio-économiques bénéfiques. Cette idée a été relayée, ensuite, par G. Stigler (1971), qui plaide pour une approche plus interventionniste de la régulation, avec un gouvernement qui joue le rôle d'une « main aidante » (*helping hand*) par opposition à la main invisible. Ce point de vue s'appuie sur deux hypothèses essentielles : le gouvernement est plus informé que les marchés (*governments know better than markets*)², donc plus efficace pour assurer le contrôle des institutions financières, et le gouvernement agit pour le seul intérêt général de l'économie, contrairement aux marchés.

Néanmoins, G. Becker et G. Stigler (1974) ainsi que S. H. Haber et *al.* (2003) considèrent que ces hypothèses ne sont pas viables, puisque les agences étatiques de régulation ne disposent ni des connaissances nécessaires, ni de l'expertise requise pour guider les décisions et les choix des banques par la régulation. De plus, elles peuvent être sujettes à des pressions de nature politique, de sorte qu'elles ne peuvent plus guider les activités bancaires dans le seul souci du bien-être collectif. Sous ces conditions, un fort pouvoir de supervision sera une source de corruption et déviara à sa fonction principale, en ne favorisant pas le développement du secteur bancaire³. Dans ce cas d'invalidité des hypothèses de l'approche interventionniste, ce qui était censé être « une main aidante » (*helping hand*) devient une « main empoigneuse » (*grabbing hand*) qui agit dans le seul intérêt de quelques

¹ Demirgüç-Kunt, A et Levine, R (2008) : *op. cit.*, p. 42.

² *ibid*, p. 43.

³ Barth, J. R, Caprio, G et Levine, R (2002) : « Bank Regulation and Supervision : What Works Best? », *NBER Working Paper Series*, N°9323, p. 8.

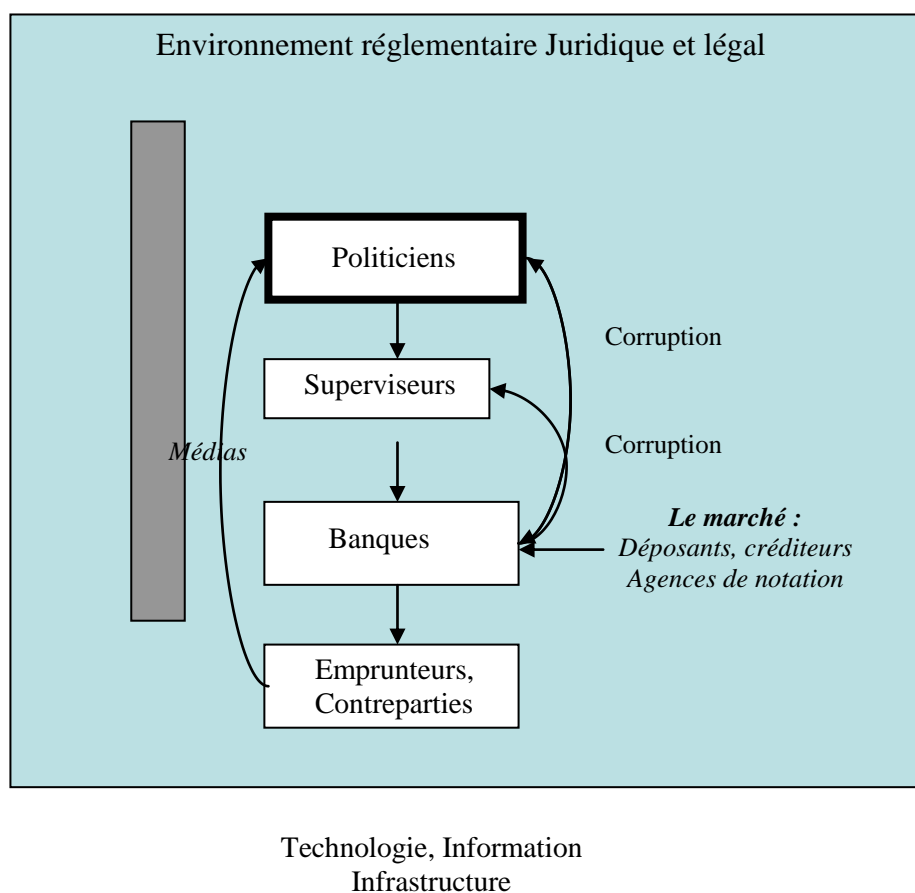
politiciens qui bénéficient de la régulation bancaire pour servir leurs propres intérêts.

A. Shleifer et R. Vishny (1998), S. Djankov et *al.* (2002), M. Quintyn et M. Taylor (2002) considèrent que la collusion entre l'Etat et l'autorité de contrôle financier, peut amener les superviseurs à « monnayer » leurs pouvoirs afin de bénéficier d'avantages personnels (financement de campagnes électorales, extraction de pots-de-vin...). En partageant cette idée sur les inconvénients de l'existence d'un fort pouvoir de supervision monopolisé, M. Aglietta (1993) considère que les autorités de supervision doivent être indépendantes des gouvernements, tout en ayant le pouvoir de sanctionner directement les sources des défaillances. Outre la dépendance vis-à-vis des gouvernements, M. Aglietta (1993) stipule que les autorités de supervision doivent être aussi indépendantes des intérêts privés des dirigeants des banques qu'elles contrôlent. Faute de quoi, des risques de collusion et de complicité entre les deux types d'autorités peuvent porter préjudice à l'efficacité de la fonction de supervision¹, comme le montre ci-après le schéma de J. R. Barth et *al.* (2007).

¹ Chebbi. M. J (2006) : « Les effets de la supervision et de la réglementation sur les crises bancaires », *Cahiers de l'EURISCO*, N°06, p. 5.

Schéma III. 2. Les conditions de la supervision bancaire

Environnement institutionnel Structure/Système démocratique et politique



Source: Barth. J. R, Caprio. G. Jr et Levine. R (2007) : « Rethinking Bank Regulation : till angels govern », *Journal of International Development*, Vol 19, N°8, p. 75.

C'est ce qui explique l'émergence d'une troisième approche qui est un mélange des deux suivantes : la régulation interventionniste et la régulation privée.

c. L'approche de l'indépendance des agences de supervision

Entre les deux précédentes approches extrêmes, il y a eu l'émergence d'une troisième approche qui est celle de l'autonomisation des agences de supervision (*Private Empowerment View*). Celle-ci reconnaît l'importance des défaillances du marché qui légitiment l'intervention étatique. Elle reconnaît aussi l'insuffisance de cette intervention du fait qu'elle risque de détourner la régulation bancaire étatique, suite à des pressions politiques, de l'objectif de remédier aux imperfections du marché. Cette approche suggère que les stratégies de supervision bancaire doivent :

* Inciter et améliorer la capacité des agents privés (déposants et divers créiteurs des banques) à surmonter les problèmes d'asymétrie d'information et les coûts de transaction, de sorte à exercer un contrôle effectif et efficace sur les banques.

* Limiter le pouvoir absolu des agences de supervision étatiques.

La théorie de l'autonomisation des agences de supervision prône la limitation du pouvoir des agences de supervision et de régulation, afin que les politiciens ne soient pas tentés d'utiliser le contrôle bancaire comme instrument à des fins purement politiques, qui n'obéissant pas à la rationalité économique. De même, cette théorie suggère d'attribuer aux agences de supervision suffisamment de pouvoir et d'indépendance, pour qu'elles puissent inciter les banques à davantage de dissémination d'informations, et permettre ainsi aux déposants et autres agents privés de mieux les contrôler. (J. R. Hay et A. Shleifer, 1998). S. Grossman et O. Hart (1980) considèrent que ceci améliorera le contrôle privé des banques, et par conséquent incitera les banquiers à rechercher les meilleures allocations possibles des ressources à leur disposition. En outre, selon cette théorie, les déposants et autres créiteurs sont moins susceptibles d'être récupérés par les politiciens. Le clientélisme et les risques de mise en place de systèmes corrompus sont moindres dans une structure qui favorise l'indépendance des structures de contrôle¹. Dans l'étude économétrique que nous présentons dans le dernier chapitre, le degré d'autonomie des structures de supervision a été pris en compte, comme un indicateur à part entière, dans le calcul de l'indice de régulation bancaire.

Les études empiriques menées ont généralement approuvé les recommandations de l'approche d'autonomisation des agences de supervision. Toutefois, J. Barth et *al.* (2007) n'ont pas trouvé que les structures de régulation indépendantes en tant que telles améliorent la stabilité bancaire, mais que ce sont plutôt les pratiques de régulation qui obligent la diffusion des informations et encouragent la supervision du secteur privé. Ceci améliore le niveau de développement du secteur bancaire et des marchés financiers.

¹ Beck. T, Demirgüç-Kunt. A et Levine. R (2003) : « Bank Supervision and Corporate Finance », *NBER Working Papers*, N°9620, p. 3.

T. Beck et al. (2005) considèrent, par ailleurs, que les pratiques de supervision bancaire qui obligent la diffusion des informations facilitent l'accès au financement des entreprises. Dans les pays où les structures de supervision jouissent d'un pouvoir absolu, les firmes éprouvent plus de difficultés pour financer leurs activités, du fait de la corruption dans les mécanismes d'attribution des crédits¹. A. Demirgüç-Kunt et al. (2008) confirment les idées de T. Beck et al. (2005) en menant des recherches sur l'efficacité de la régulation et de la supervision selon les principes des accords de Bâle. Ils ont conclu que seule l'obligation de diffusion des informations agit positivement sur la santé et la solidité des banques².

Cependant, l'importance de la dimension informationnelle dans les mécanismes de supervision ne doit pas être surestimée, pour deux raisons majeures :

* L'information n'exerce un effet bénéfique que dans le cadre de marchés financiers efficaces où opèrent des acteurs financiers guidés par une rationalité dans leurs prises de décisions. Toutefois, l'épreuve des faits montre que les marchés ne sont pas toujours efficaces en réalité, pas plus que les opérateurs financiers dans leur comportement. Ces derniers se distinguent par une tendance au mimétisme, et font preuve « d'aveuglement au désastre » en période de crise, comme l'a montré l'histoire des crises financières (C. Kindleberger 1978).

* La deuxième raison est, en réalité, liée à la première, puisqu'elle est la conséquence de l'imperfection des marchés de crédits. Les développements contemporains de la théorie de l'intermédiation financière attirent l'attention sur l'exploitation d'« une rente informationnelle » par la banque, due à l'existence de l'asymétrie d'information qui caractérise les marchés. « *Les exigences de transparence à l'égard des acteurs financiers se heurtent donc à des limites qui ne peuvent être dépassées, sauf à remettre en question les fondements mêmes de l'intermédiation.* »³. Il y a donc des limites intrinsèques qui empêchent l'installation de mécanismes encourageant la transparence entre les différents acteurs financiers (J-C. Rochet, 2003).

¹ Beck. T, Demirgüç-Kunt. A et Levine. R (2005) : « Bank Supervision and Corruption in Lending », *NBER Working Paper Series*, N°11498, p. 5.

² Demirgüç-Kunt. A, Detragiache. E et Tressel. T (2008) : « Banking on the Principles : Compliance with Basel Core Principles and Bank Soundness », *Journal of Financial Intermediation*, Vol 17, N°4, p. 535.

³ Boyer. R, Dehove. M et Plihon. D (2004) : *op. cit.*, p. 161.

II.1.2. Les restrictions sur les activités bancaires et sur les liens entre la banque et les entreprises

D'après J. R. Barth et *al.* (2002), il existe cinq raisons majeures expliquant le recours à la restriction des activités bancaires :

* Des problèmes risquent de resurgir quand la banque s'engage dans des activités aussi diverses que l'émission de titres, la vente de contrat d'assurances ou l'investissement dans l'immobilier. Ces banques risquent de « gaspiller » des titres au profit d'investisseurs peu informés, afin de soutenir des firmes aux prêts impayés (K. John et *al.* 1994 ; A. Saunders 1985) ;

* L'ouverture à la concurrence aussi bien interne qu'externe, encourage la banque à prendre davantage de risques dans le choix des projets d'investissement. Une régulation de l'activité bancaire s'impose pour ne pas subir les problèmes causés par cet aléa moral (J. Boyd et *al.* 1998).

* La « complexification » des banques suite à la déréglementation financière rend celles-ci plus difficiles à superviser et leurs activités plus délicates à superviser.

* Ces banques qui s'adonnent à des activités diverses dépassant le cadre de l'intermédiation financière classique, acquièrent un poids économique mais surtout politique important, ce qui les rend « trop grandes pour être disciplinées »¹.

* Les conglomérats financiers risquent de réduire la concurrence et l'efficacité des banques. Pour ce cinquième point, il convient de rappeler que le but recherché par les auteurs par ce type de régulation est de préserver une concurrence favorisant l'efficacité du secteur bancaire. Or, dans le cadre de notre étude, la concurrence dans le secteur bancaire n'est pas forcément un indicateur de développement bancaire².

Néanmoins, les auteurs ont relevé dans la littérature sur le sujet, des arguments contre l'imposition de restrictions des activités des banques, parmi lesquels ils citent :

* Les restrictions régulatrices ne permettent pas aux banques de profiter des économies d'échelle ou d'envergure. S. Claessens et D. Klingebiel (2000).

* La non-application de ces restrictions peut améliorer la valeur de franchise de la banque (*franchise value*)³, ce qui l'incite à adopter un comportement prudent pour garder cette

¹ Barth. J. R., Caprio. G et Levine. R (2002) : *op. cit.*, p. 5.

² Voir la discussion sur la notion du développement financier dans le chapitre I.

³ La valeur de franchise de la banque représente les actifs non tangibles de la banque, tels que sa réputation, son pouvoir de marché, son historique, la confiance qu'elle inspire, etc.

valeur.

* La variété des activités auxquelles s'adonnent les banques leur permet de diversifier leurs sources de revenus et ainsi d'être plus stables, puisqu'elles ne dépendent plus que des revenus de leur activité d'intermédiation traditionnelle.

II.1.3. La régulation sur l'entrée des banques

Des points de vue opposés existent dans la littérature économique sur la question de la concentration bancaire. En effet, certains auteurs considèrent qu'un marché peu concurrentiel permet l'émergence de grandes banques capables de mieux diversifier leurs activités, de prendre moins de risques et qui peuvent être mieux contrôlées, ce qui est de nature à assurer la stabilité du secteur. Dans le même ordre d'idées, M. Keeley (1990) considère que les banques disposant d'un pouvoir de monopole bénéficient d'une meilleure valeur de franchise, ce qui les incite à être plus prudentes dans la prise de risque. Il faut également rappeler à ce propos l'un des paradoxes de la finance globalisée. La mondialisation financière qui était censée encourager la concurrence sur le marché bancaire, a débouché sur des banques de taille importante, comme le soulignent D. Plihon et *al.* (2006) : « *L'accroissement de la concurrence recherché par les politiques de libéralisation financière a finalement abouti à l'émergence d'acteurs bancaires de grande taille, ayant un important pouvoir de marché* »¹. De même, les restructurations bancaires entreprises pour faire face à la globalisation financière « *...montrent l'existence d'une tendance internationale à la concentration dans le secteur bancaire, qui semble obéir à une logique voisine de celle des secteurs industriels* »². Cette concentration bancaire qui a accompagné la globalisation financière contrairement à ce qui était prévu, s'explique par le regroupement des banques sous forme de conglomérats financiers afin de profiter des trois grands champs de la finance, à savoir : la banque, l'assurance et la gestion des titres. D'autres auteurs pensent que cette entrée de nouvelles banques risque d'aggraver les difficultés de financement des PME. C'est le cas de J. Stiglitz (2005), qui considère que l'entrée des banques étrangères, en particulier, sur un marché bancaire domestique risque de porter préjudice à l'accès au financement des PME. Il s'appuie sur l'exemple de la crise argentine, pour montrer qu'avant sa réalisation, l'Argentine jouissait d'une bonne notation de la part du FMI entre 1996 et 1998. Cela était notamment dû à l'ouverture du système financier argentin aux banques étrangères qui pouvaient s'approprier, sans restrictions, des parts dans les capitaux des banques domestiques argentines. Ces banques

¹ Plihon. D, Couppey-Soubeyran. J et Saïdane. D (2006) : « Les banques, acteurs de la globalisation financière », *La documentation française*, Paris, p. 11.

² *ibid*, p. 11.

étrangères ont investi en masse les banques domestiques de la place, et se sont principalement occupées du financement des multinationales installées au pays, au détriment des PME locales. Ce n'est qu'après la survenance de la crise que les autorités politiques ont reconnu le problème et ont même mis en place un ministère spécial dédié à l'acheminement des fonds vers les PME. Cette manœuvre n'a pas eu l'effet escompté, et l'entrée des banques étrangères a été reconnue comme un des facteurs ayant causé la crise financière en Argentine en 2001¹.

D'autres études, par contre, insistent sur les effets bénéfiques de la concurrence et sur les effets néfastes de la restriction à l'entrée de nouvelles banques (A. Shleifer et R. Vishny, 1998). Ils considèrent que dans les marchés peu compétitifs, les grandes banques bénéficient d'aides et autres subventions grâce à des politiques « trop importantes pour échouer » (*too big, to fail policies*). Ces banques sont, par conséquent, plus encouragées à prendre des risques et à être moins prudentes, étant donné qu'elles sont difficiles à contrôler. En effectuant leur étude sur un échantillon de 70 pays sur la période 1980-1997, T. Beck et *al.* (2003)² ont trouvé que moins de barrières à l'entrée de nouvelles banques et la limitation des restrictions sur les activités bancaires réduisent la vulnérabilité des banques. Ils considèrent donc que les barrières à l'entrée et les restrictions régulatrices exercent un effet déstabilisateur sur le fonctionnement des systèmes bancaires.

II.1.4. La régulation par l'établissement de l'assurance sur les dépôts bancaires

Dans la continuité du débat sur l'efficacité de la régulation et du contrôle bancaire, il y a eu l'émergence d'un autre débat tout aussi important sur l'applicabilité des normes de régulation prudentielle et du système de promotion de l'assurance des dépôts sur les pays en développement. En effet, différentes études montrent que les politiques de systèmes financiers qui s'avèrent efficaces dans les pays développés, peuvent ne pas l'être voire s'avérer contre-productives, dans les pays en développement, surtout en présence d'une faible infrastructure institutionnelle. A titre d'exemple, les autorités de contrôle jouissant de compétences étendues ne sont pas significativement associées à des degrés de corruption élevés, en présence de solides institutions dans le pays. Tel n'est pas le cas pour les pays à faibles revenus. Néanmoins, T. Beck et *al.* (2006) ont trouvé que les incitations et les mesures prises par les autorités de supervision afin de promouvoir la transparence bancaire se sont révélées

¹ Stiglitz. J (2005) : « Finance for Development » dans Ayogu. M et Ross. D (eds) : « Development Dilemmas : The Methods and Political Ethics of Growth Policy », *Taylor and Francis Inc*, Routledge, p. 18.

² Beck T, Demirguc-Kunt. A et Levine. R (2006) : « Bank Concentration and Crises », *NBER Working Paper*, N°9921.

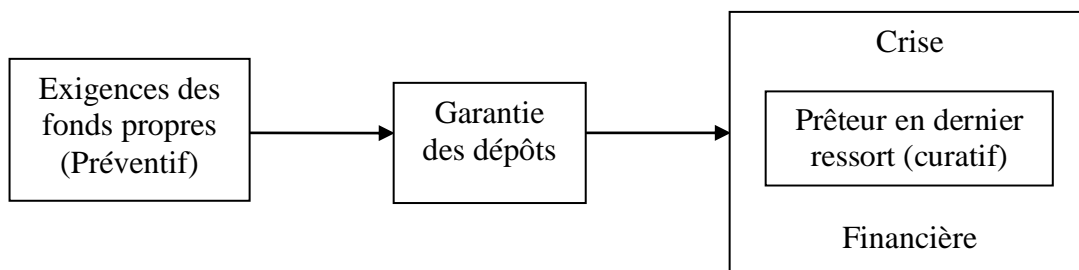
favorables au développement financier, aussi bien pour les pays développés que pour les pays à faibles revenus ne bénéficiant pas de fortes institutions.

D'une manière similaire, d'autres recherches ont été menées sur l'efficacité de l'instauration des filets de sécurité (*safety net*), en particulier le système d'assurances dépôts dans les pays en développement où les institutions complémentaires sont assez faibles pour minimiser les coûts potentiels de la faible discipline des marchés, de la fragilité financière élevée et du faible niveau de développement financier. E. Detragiache et *al.* (2005) ont trouvé que la mise en place d'un système d'assurances dépôts ne favorise pas spécialement la mobilisation de l'épargne et l'accroissement des dépôts bancaires dans les pays à faibles revenus, mais mène plutôt à une contraction des dépôts. S. Cecchetti et S. Krause (2004) ont aussi conclu, à l'issue d'une étude sur un échantillon de pays développés et en développement que la garantie explicite des dépôts bancaires a occasionné la contraction du volume des crédits pour le secteur privé.

La réglementation prudentielle a pour objectif d'intervenir le plus tôt possible avant la survenance des crises, afin de minimiser leurs coûts et leurs conséquences économiques. Sauf qu'il se trouve que même les mécanismes de la réglementation prudentielle n'arrivent pas à prévenir la réalisation de ces crises. C'est la raison pour laquelle la garantie des dépôts a été conçue comme un complément à la réglementation prudentielle, au même titre que l'intervention du prêteur en dernier ressort.

Le système de garantie des dépôts se situe entre la réglementation prudentielle, qui relève du « préventif », et l'intervention du prêteur en dernier ressort, qui relève du « curatif ».

Schéma III. 3. La réglementation préventive et la réglementation curative



L'assurance dépôts se situe entre les deux autres types de régulation bancaire, parce qu'en garantissant les dépôts des épargnants, elle maintient leur confiance. Le recours à l'établissement d'assurance sur les dépôts s'explique par le souci d'éviter le retrait massif des fonds placés auprès des banques par les épargnants. Si les déposants essayent de retirer, tous à la fois, leurs placements liquides dans les banques, ces derniers se retrouveront devant une situation d'illiquidité et seront insolvables. Les banques, dans ce cas, sont confrontées à une crise de liquidité suite à des « ruées vers les banques » (*bank runs*). La dimension préventive des assurances dépôts réside dans la protection de la survenance des *banks runs*. Ensuite, en s'engageant à indemniser les déposants en cas de faillite de leur banque, elle remplit une fonction curative. Ce système s'accompagne, souvent, d'un organisme de supervision officielle des banques.

En théorie, il existe deux grands mécanismes de garantie de dépôts :

- * La garantie de dépôts à « prime fixe » qui est indépendante du risque ;
- * La garantie de dépôts à « prime actuarielle » qui est ajustée au risque.

Or, en réalité, l'alignement de la prime payée au risque est toujours imparfait. Ce constat peut être considéré comme avantageux, puisque l'aléa moral induit par l'assurance des dépôts, est limité dans ces conditions. En effet, les banquiers seront tentés de prendre des risques avec plus de facilité, au cas où ils savent d'emblée, que leurs déposants sont assurés. Surtout quand la prime payée, en cas de défaillance, ne reflète pas le véritable prix de leur risque¹.

La stratégie consistant à assurer les dépôts des banques n'est pas dépourvue de risques et de coûts à supporter par l'économie. C'est un système qui encourage le comportement de prise de risque excessif de la part des banques, ce qui « compense », selon certains, son effet stabilisateur du système bancaire ; même si d'autres auteurs considèrent que la régulation et la surveillance peuvent atténuer le problème de l'aléa moral, en concevant un régime d'assurance adéquat. A. Demirgüç-Kunt et E. Detragiache (2002) ont sensiblement contribué à la littérature sur le sujet en mesurant l'impact de l'assurance dépôt sur la fragilité des banques, bien que l'insuffisance des données ne leur ait pas permis de prendre en compte d'autres aspects de la régulation et de la supervision.

¹ Plihon. D, Couppéy-Soubeyran. J et Saïdane. D (2006) : *op. cit.*, p. 115.

Pour l'aspect curatif de la réglementation, il s'agit de l'intervention du prêteur en dernier ressort. Les principes d'intervention du prêteur en dernier ressort remontent à 1802 avec H. Thornton, puis W. Bagehot en 1873, qui recommandaient de prêter dans des délais brefs et sans plafond de montant, aux banques victimes d'illiquidité, à cause des *bank runs*. Ce recours doit être, néanmoins, conditionné :

* Il faut que les prêts consentis par la Banque centrale, qui est généralement le prêteur en dernier ressort en question, soient garantis par des titres de bonne qualité.

* Les taux d'intérêts appliqués sur ces prêts doivent être élevés afin d'éviter le risque de l'aléa moral.

* La discrétion dans l'intervention doit être évitée. Autrement dit, il faut qu'elle soit publique et dans un cadre bien déterminé, afin de garder la confiance des épargnants.

Bien qu'en théorie, le prêteur en dernier ressort ne doive intervenir que dans le cas d'un établissement de crédit solvable mais illiquide, en réalité, il est difficile de faire le distinguo entre les deux cas. Ainsi, le prêteur en dernier ressort, pourrait être amené à sauver des établissements insolubles, sous prétexte que dans le cas contraire, tout le système financier serait mis en danger. C'est le principe du « *too big to fail* ». Il y a aussi le principe de « l'ambiguïté constructive » qui consiste à ne pas clarifier les conditions d'intervention des autorités monétaires, afin de ne pas alimenter un effet d'aléa moral.

II.1.5. La régulation sur les exigences en matière d'adéquation des capitaux propres

Dans les économies émergentes qui se caractérisent par une insuffisance du développement des marchés des capitaux, la plupart des firmes domestiques recourent au financement bancaire pour leurs projets d'investissement. Les banques répondent à ces demandes, en collectant des dépôts auprès des épargnants. Bien que ce procédé soit simple, ce mode de financement est, en réalité, assez problématique. En effet, les banques risquent de se retrouver incapables d'honorer toutes les demandes de retrait de liquidité émanant de ses clients, puisqu'aux actifs non liquides de son bilan (prêts à moyen et long terme), correspondent des passifs liquides (dépôts à vue et à terme). C'est « le risque d'illiquidité » qui correspond aux situations où la banque ne dispose pas de liquidités suffisantes pour faire face à ses engagements immédiats. Ce risque découle principalement de la fonction de transformation d'échéances de la banque, qui amène celle-ci à avoir des emplois dont le terme

est supérieur à celui de ses ressources¹.

Depuis les accords de Bâle de 1988, les économies occidentales ont imposé des ratios d'adéquation des capitaux propres (*capital adequacy ratios*) sur leurs banques, dans l'objectif d'asseoir un contrôle prudentiel sur celles-ci. C'est le principe de la réglementation prudentielle des banques. Il a été désigné pour remédier au problème d'aléa moral, né de l'instauration du système de garantie des dépôts et de la responsabilité limitée de la banque. Le fonctionnement de la réglementation prudentielle repose sur le relâchement du principe de la responsabilité limitée, puisque l'exigence d'un certain ratio de fonds propres implique les actionnaires de la banque dans les risques qu'ils prennent. Les premiers accords de Bâle recommandaient aux banques, de respecter un ratio prudentiel de solvabilité, dit ratio Cooke². Ces premiers accords ont été appuyés pour d'autres accords du même type à partir de 1999. Il s'agit des accords de Bâle II, qui reposent sur deux innovations majeures. D'une part, ils proposent une réglementation qui ne se limite pas aux seules exigences minimales de fonds propres (pilier 1), ce qui était la caractéristique des premiers accords de Bâle. Les nouveaux accords de Bâle II englobent également le processus de surveillance prudentielle et le contrôle interne (pilier 2), ainsi que la discipline de marché et la transparence de l'information (pilier 3). D'autre part, Bâle II renforce la sensibilité des banques aux risques, via les nouvelles normes de fonds propres qui sont perfectionnées dans deux domaines : une pondération plus fine des risques, et l'introduction de nouveaux risques, tels que les risques opérationnels liés notamment aux dysfonctionnements d'ordre technique ou technologique³.

Les approches traditionnelles sur la régulation bancaire soulignent les avantages des exigences d'adéquation des fonds propres (M. Dewatripont et J. Tirole, 1994). En effet, les capitaux propres servent de rempart contre les pertes et donc la faillite des banques, allant même jusqu'à déclencher une crise systémique. De plus, avec la responsabilité limitée, la tendance naturelle des banques à choisir les projets d'investissement les plus risqués se trouve tempérée par la « mise en jeu » d'une partie déterminée des capitaux propres de la banque. Selon A. Berger et *al.* (1995) et M. Keeley et F. Furlong (1990), les exigences en termes de capitaux propres jouent un rôle crucial dans l'alignement des intérêts des banquiers avec les déposants et autres créditeurs.

¹ *ibid.*, p. 107.

² Le ratio Cooke préconise des fonds propres équivalents à au moins 8% des engagements, lesquels doivent être pondérés en fonction de la nature des risques qui leur sont liés.

³ Plihon. D (2006) : *op. cit.*, p. 88.

Cependant, la théorie économique fournit des prévisions conflictuelles quant aux effets des exigences de fonds propres sur la réduction de la prise de risque de la part des opérateurs, comme l'a montré J. A. Santos (2001). Ainsi, M. Koehn et A. M. Santomero (1980), D. Kim et A. M. Santomero (1988) et J. Blum (1999) soulignent les dangers de l'accroissement de la sensibilité des banques aux risques et aux exigences de fonds propres, ce qui pourrait renforcer leur comportement procyclique. D. Plihon (2006) remarque que la plupart des travaux empiriques montrent que les exigences accrues en matière de fonds propres peuvent avoir un impact macroéconomique déstabilisant en renforçant les cycles économiques. Si les crédits bancaires et les autres modes de financement ne sont pas parfaitement substituables, la discipline exercée par les ratios de capital peut pénaliser l'activité d'investissement des entreprises. Le comportement de « sur-réaction » des banques risque d'être plus accentué envers les emprunteurs les moins bien notés, ou les emprunteurs dont l'évaluation est difficile et dont l'accès aux financements non bancaires est plus problématique. C'est le cas des petites et moyennes entreprises et des pays en développement.

Outre le comportement procyclique des banques, D. Plihon (2006) identifie un autre canal par lequel les exigences de fonds propres provoquent l'instabilité financière et accroissent la probabilité des crises systémiques. C'est la tentative d'externaliser une grande part des risques hors des bilans bancaires afin de ne pas subir l'obligation de respecter les normes prudentielles indiquées. Cette externalisation se fait en profitant des innovations financières, telles que la titrisation des créances ou par le biais des produits dérivés financiers. Il s'est ensuivi une diffusion accrue des risques sur les marchés et leurs transferts à des acteurs moins surveillés comme les investisseurs institutionnels et les fonds spéculatifs. D. Plihon (2006) considère que la conception du fonctionnement des marchés par le Comité de Bâle et par les autorités publiques est derrière la sous-estimation du risque systémique. Les adeptes de cette optique font confiance à la capacité d'autorégulation des marchés en dehors de toute autorité exogène. Pour assurer la stabilité du système bancaire et financier, il suffit de fixer aux acteurs du marché des règles de bonne conduite (transparence de l'information) et d'assurer la discipline du marché (instauration de la concurrence). C'est ainsi que le Comité de Bâle a choisi de privilégier une approche de nature « microprudentielle », qui vise à assurer la stabilité en pratiquant une régulation des banques au cas par cas. Ce choix est lié à la représentation théorique, fondée sur le paradigme dominant de l'efficacité des marchés, qui sous-tend l'action des régulateurs et des Banques centrales¹.

¹ *ibid.*, p. 88.

De nombreux théoriciens ont trouvé que le mouvement de mondialisation financière a atteint ses limites après la prise de conscience des dégâts occasionnés, suite aux crises qui ont touché le Sud-Est asiatique, le Brésil et la Russie. Parmi ceux-ci, P. Krugman (1999) considère que : « *Tôt ou tard, nous aurons à revenir au début du chemin parcouru : afin de limiter les flux de capitaux qui ne vont pas de pair, ni avec les unions monétaires, ni avec le régime de change flottant.* »¹ J. Bhagwati (1998) et R. Cooper (1998) stipulent que dans un monde caractérisé par l'imperfection de l'information, la libre mobilité des capitaux sans entraves entre les pays ne fait qu'accentuer les distorsions existantes. Elle accentue aussi l'intensité de l'aléa moral, encourage la prise de risque excessive de la part des acteurs opérant sur les marchés financiers et serait responsable de crises majeures et systémiques. En partageant ces idées, J. Stiglitz (1999) considère que : « *La volatilité des marchés est une réalité incontournable. Les pays en développement doivent savoir la gérer. Ils doivent envisager des politiques qui limitent l'afflux des capitaux.* »² Il semble que l'asymétrie d'information qui, comme on l'a précisé, caractérise le fonctionnement des marchés financiers, a affecté l'efficacité de leurs mécanismes d'allocation des ressources. Il serait donc aberrant de ne faire confiance qu'à ces mécanismes de marché et d'exclure l'intervention d'une entité extérieure à des fins de régulation. C'est ce qui légitime, selon notre point de vue, la régulation étatique des flux des capitaux pour atténuer l'asymétrie d'information et les troubles qu'elle provoque, surtout que même une libéralisation financière totale avec l'ouverture du compte capital ne contredit pas le contrôle et les restrictions préventives des mouvements des capitaux.

II. 2. La pratique des contrôles de capitaux

Le débat sur les coûts et les bénéfices de l'établissement ou non des contrôles de capitaux a pendant longtemps suscité un débat parmi les théoriciens économistes, tant sur le plan théorique que sur le plan empirique. Théoriquement, la question était de savoir si les gains dus à l'instauration de la liberté des échanges des biens et services pourraient être étendus au cas des marchés de capitaux. M. Obstfeld et K. Rogoff (1996) ont, à titre d'exemple, fourni des preuves théoriques de l'existence d'éventuels avantages liés à des échanges commerciaux intertemporels facilités par la libéralisation des marchés financiers. Par contre, et allant dans le sens contraire de ces idées, J. Bhagwati (1998) et R. Cooper (1998) considèrent qu'en présence de l'asymétrie de l'information qui reste la caractéristique

¹ Schneider. B (2002) : *op. cit.*, p. 34.

² *ibid.*, p. 7.

principale des marchés financiers, l'établissement de la liberté de mouvements sur ces marchés est à même d'amplifier et d'exporter ces distorsions. Ceci encourage la prise de risque excessive, suite à la création de situations d'aléa moral, et finit par causer des situations de crises financières majeures et répandues. Sur le plan pratique, le débat était de savoir quand et comment les procédures de contrôles de capitaux doivent être mises en œuvre, plutôt que de savoir si elles doivent être instaurées ou pas.

Ainsi, après la prise de conscience des dangers inhérents à l'adoption d'une politique de libéralisation financière le plus souvent agressive et mal maîtrisée par de nombreux pays dans différentes régions du monde, il y a eu un regain d'intérêt intellectuel quant à la possible efficacité des contrôles des capitaux à endiguer de telles crises. A titre d'exemple, nous pouvons citer le rapport 2003 de la BRI, organisme chargé de veiller à la stabilité financière internationale : « *L'histoire récente montre que, dans certains cas, s'ils sont correctement conçus et appliqués, ils peuvent permettre de soutenir les autres politiques ou de protéger l'économie contre les aspects déstabilisants des flux des capitaux.* »¹ Ce regain d'intérêt pour la possible efficacité des contrôles des capitaux s'explique par les coûts économiques et sociaux élevés, dus à la survenance de ces crises, par rapport aux coûts économiques liés aux distorsions associées au contrôle des capitaux. Par ailleurs, bien qu'il existe des travaux qui confirment l'impact positif sur les économies d'un afflux de capitaux étrangers, d'autres travaux empiriques ont révélé l'échec des politiques de libéralisation financière à atteindre les objectifs escomptés. En effet, P. Krugman (1999a) a montré que les pays qui n'ont pas connu de crises financières sont ceux qui ont maintenu des contrôles des capitaux à l'entrée ou à la sortie, et qui ont peu libéralisé leurs systèmes financiers². Nous parlons dans ce sens du « syndrome indien »,³ en référence à l'Inde qui a instauré des contrôles sur les mouvements de capitaux, grâce auxquels elle s'est préservée de la cascade de crises financières qu'a connue la région du Sud-Est asiatique. Dans le même ordre d'idées, A. Kose et *al.* (2003) révèlent que l'intégration financière n'est pas nécessairement une condition pour arriver à réaliser un taux de croissance élevé. Elle n'est pas non plus, toujours selon ces auteurs, une condition suffisante pour une croissance plus rapide⁴. Ils finissent par conclure qu'il n'est pas possible d'établir empiriquement l'existence d'une relation directe, positive et significative entre libéralisation financière et croissance dans les pays en développement.

¹ Boyer. B, Dehove, M et Plihon. D (2004) : *op. cit.*, p. 189.

² *ibid.*, p. 189.

³ Agenor. P-R (2001) : « Mouvements de capitaux, régimes de change et libéralisation financière », *Finances et Développement au Maghreb*, N°28, p. 9.

⁴ Kose. A, Prasad. E, Rogoff. K, Wei. S-J (2003) : « Effects of Financial Globalization on Developing Countries : Some Empirical Evidence », *IMF Working Paper*, N°7, p. 27.

Plusieurs arguments ont été avancés dans la littérature économique pour justifier le recours aux contrôles des capitaux. Parmi eux, nous trouvons les arguments relatifs à l'optimum de second degré. En effet, l'optimalité de la libre circulation des capitaux est facilement prouvée dans un monde « idéal », comme cela est d'ailleurs le cas pour la libre circulation des biens. Toutefois, et d'un point de vue de maximisation du bien-être collectif, les distorsions à la libre circulation des capitaux peuvent être justifiées par des déviations par rapport à l'optimum de premier degré. Ces distorsions peuvent être des externalités ou une asymétrie d'informations, un pouvoir de marché, etc. Reste à démontrer que l'instauration des contrôles de capitaux est la meilleure mesure pour gérer ces distorsions.

Une récente étude de D. J. Mathieson et L. Rojas-Suarez (1993)¹ démontre qu'il est possible de classer les raisons qui expliquent le recours à l'imposition de contrôle sur les transactions du compte capital en quatre motifs :

- * Limitation des flux de court terme volatils (ce qui permet d'éviter les crises de balance de paiements, la volatilité du taux de change, etc.).
- * Préservation de l'épargne domestique.
- * Maintien et stabilisation des programmes de réformes structurelles.
- * Maintien d'une base de taxation domestique.

Mais avant de pousser les analyses plus loin, D. J. Mathieson et L. Rojas-Suarez (1993) notent que l'imposition effective des contrôles de capitaux dépend de l'aptitude du gouvernement à soumettre ses agents à ces restrictions. En effet, cette aptitude risque d'être amoindrie. D'une part par l'érosion endogène des barrières à la circulation des capitaux, puisque les intervenants sur les marchés financiers internationaux arrivent à contourner les restrictions officielles. D'autre part, les changements structurels et le progrès technologique sur les marchés financiers facilitent les mouvements internationaux de capitaux, et font qu'il est plus difficile de les contrôler. Bien que les différentes raisons évoquées se chevauchent entre elles, il est possible de les classer telles qu'elles ont été présentées par D. J. Mathieson et L. Rojas-Suarez (1993), tout en leur ajoutant les motifs de recherche d'autonomie et de protection des marchés financiers récents pour le cas des pays en développement.

¹ Mathieson. D. J et Rojas-Suarez. L (1993) : « Liberalization of the Capital Account : Experiences and Issues », *IMF Occasional Paper*, N° 103 cité dans Grilli. G et Milesi-Ferretti. G. M (1995) : « Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls », *IMF Staff Papers*, Vol 42, N°3, p. 519.

II.2.1. La limitation des flux de capitaux de court terme volatils

Les restrictions sur les mouvements de capitaux ont pour objectif la limitation de la volatilité des flux de capitaux de court terme et des attaques spéculatives suite à des anticipations « autoréalisatrices ». Globalisation financière aidant, les marchés des changes sont de plus en plus liquides et plus sensibles à d'éventuels chocs. Par contre, l'économie réelle ne dispose pas de la même vitesse de réaction que les marchés des changes, puisque ne bénéficiant pas de la même flexibilité. J. Tobin (1978) et R. Dornbush (1986) ont montré que ce retard d'ajustement couplé à des mouvements brusques des marchés financiers peut induire une volatilité excessive des taux de change, avec toutes les conséquences négatives que cela peut entraîner pour l'économie réelle. A cet égard, Tobin a proposé d'imposer une taxe sur les mouvements internationaux de capitaux, dans l'objectif de « *throw sand in the wheels* » (jeter du sable dans les rouages) de la finance internationale et de stabiliser ainsi, sans distorsion, l'activité des marchés des changes. R. Dornbush (1986) quant à lui, a proposé l'adoption d'un double système de taux de change capable de protéger l'économie réelle des fluctuations de court terme¹.

Le contrôle des capitaux peut avoir pour but la protection d'un régime de change fixe. En effet, la libre circulation des flux de capitaux de court terme peut causer d'importantes variations dans les réserves de change et les taux d'intérêt, menaçant le maintien d'un régime de change fixe. Les turbulences qu'a connues le système monétaire européen et les pays qui ont ancré leurs taux de change sur l'ECU ou sur le Deutsche Mark peuvent attester ce point de vue. Les contrôles de capitaux effectifs sont capables de mitiger au moins ces effets indésirables à court terme. Il est évident que les crises ont lieu parce que les fondamentaux ne sont pas bien en place. C'est le cas quand deux politiques macroéconomiques sont incompatibles (par exemple, l'expansion du crédit domestique et le maintien d'un taux de change fixe). Cela est prouvé dans la littérature consacrée aux attaques spéculatives et aux crises des balances de paiement. En l'absence de contrôles des capitaux, il est difficile de soutenir un mécanisme d'ancrage de taux de change ajustable sans subir d'importantes fluctuations des taux d'intérêt, afin de compenser les détenteurs d'actifs des éventuelles pertes de capitaux subies. Cette variabilité des taux d'intérêt est particulièrement préjudiciable dans les pays où les gouvernements ont une importante dette publique de court terme, ou quand les instruments de dettes de long terme sont indexés sur les taux d'intérêt de court terme, comme

¹ Minda. A (2001) : « Le contrôle sélectif des entrées de capitaux : les leçons de l'expérience chilienne », *Revue d'économie du développement*, N°4, p. 94.

c'était le cas pour l'Italie.

L'éventualité d'attaques spéculatives autoréalisatrices contre un taux de change fixe, qui n'est pas motivée par les fondamentaux du marché, pourrait fournir une autre justification pour l'imposition de contrôle sur les capitaux. Ce raisonnement implique donc que les gouvernements ayant un gros déficit de crédibilité sont les plus exposés aux attaques spéculatives et donc les plus enclins à mettre en place des contrôles de capitaux¹.

II.2.2. La protection de l'épargne domestique

Un gouvernement peut stimuler la formation de l'épargne domestique en l'empêchant de circuler au-delà des frontières nationales, par l'adoption de mesures limitant la mobilité des capitaux. Comme appui à cet argument titre, T. Jappelli et M. Pagano (1994)² ont examiné le rôle de l'offre de crédit aux ménages sur un panel de pays de l'OCDE. Ils ont démontré que dans un contexte de modèle à générations imbriquées, les contraintes de liquidité sur les ménages contribuent à améliorer le taux de l'épargne, et donc la croissance de l'économie si la croissance de la productivité est endogène. Ces résultats suggèrent que la dérégulation financière des années quatre-vingt a contribué au déclin du taux d'épargne et du taux de croissance dans les pays de l'OCDE.

En vérité, la problématique qui se pose pour les pays en développement est de trouver un financement du déficit courant, par l'entrée des capitaux sous forme d'investissements étrangers. Toutefois, la sortie des capitaux opérés par les résidents rajoute encore une difficulté supplémentaire à ce problème de besoin de financement du compte courant. En effet, les pays en développement connaissent d'importantes sorties de capitaux ; sorties estimées à 15% de leurs exportations en 2000 par P. Laurent et *al.* (2003)³. M. Obstfeld et K. Rogoff (2000) confirment ce résultat en montrant que durant la période 1990-1997, le taux de rétention de l'épargne domestique était plus élevé pour les pays de l'OCDE que pour les pays en développement. Il serait donc rationnel de penser que s'il n'y avait pas ces « fuites » à l'extérieur, les pays en développement auraient moins besoin de capitaux étrangers pour financer leurs comptes courants.

¹ Grilli. G et Milesi-Ferretti. G. M (1995) : *op. cit.*, p. 520

² Jappelli. T et Pagano. M (1994) : « Saving, Growth and Liquidity Constraints », *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, N°1, p. 84.

³ Laurent. P, Ennajar. R, Meunier. N et Seltz. V (2003) : « Sorties de capitaux : Le verso de la balance des paiements », *Lettre Économique de la CDC*, N° 150 cité dans Boyer. R, Dehove. M et Plihon. D (2004) : *op. cit.*, p. 194.

R. Boyer et *al.* (2004) mettent en œuvre trois stratégies pour essayer de surmonter ce problème :

* Il faut choisir un régime de change qui soit compatible avec le mode de développement domestique et la stabilité du système financier. Il s'agit, toujours selon ces auteurs, de choisir un ancrage nominal fort sur une monnaie de réserve, ou de recourir à une forme de régime de change flexible impur. Ici, nous remarquons des similitudes avec le point de vue de B. Schneider (2002) mentionné dans la première section de ce chapitre, qui préconise l'entrée d'une forme de flexibilité dans les régimes de changes de ces pays, afin de pouvoir gérer l'afflux de capitaux attendus et de pouvoir « libérer » la politique monétaire pour s'occuper d'objectifs de stabilité extérieure.

* Un deuxième volet de la stratégie vise à augmenter directement la part des financements domestiques en monnaie locale, en mobilisant l'épargne des résidents. Cet objectif passe par une réforme du système financier domestique afin d'améliorer le taux de rétention de l'épargne locale. A cet égard, R. Boyer et *al.* (2004) notent que l'amélioration de l'organisation et de la résilience du système financier domestique n'implique pas forcément sa libéralisation complète, au moins dans un premier temps. A ce titre, ils rappellent que les pays européens ont bâti leur développement sur des systèmes financiers administrés, comprenant des contrôles sur les sorties de capitaux de leurs résidents. En outre, J. Stiglitz (2002) considère que la libéralisation du compte capital n'était pas nécessaire. Il prend l'exemple des pays asiatiques, qui avaient des taux d'épargne très élevés (ce qui est le cas des PSM¹), mais que le FMI a obligés à la libéralisation financière totale à la fin des années quatre-vingt et au début des années quatre-vingt-dix. A ce propos, il écrit : « *Or, je suis convaincu que la libéralisation des comptes d'opérations en capital a été le facteur le plus important dans la genèse de la crise. C'est la conclusion à laquelle je suis parvenu en étudiant avec soin ce qui s'est passé non seulement dans la région, mais aussi dans les autres crises économiques du dernier quart de siècle [...] et l'on voit toujours plus clairement que la libéralisation des comptes d'opérations en capital est trop souvent un risque qui ne rapporte rien. Elle peut exposer un pays à d'immenses périls, même s'il a des banques fortes, une Bourse solide et d'autres institutions que beaucoup de pays asiatiques n'avaient pas.* »²

¹ Voir les annexes pour l'évolution des taux d'épargne des pays de la région.

² Stiglitz. J (2002) : *op. cit.*, p. 167.

* Les pays en développement en quête d'apport financier extérieur peuvent créer un marché international de titres libellés en monnaie nationale. B. Eichengreen (2004) préconise de créer un marché en unité de compte synthétique, composé d'un panier de devises de pays émergents afin de minimiser les risques des prêteurs. « *Si cette unité s'avère relativement stable et que les titres livrent un rendement attractif, ce serait une façon de financer le développement tout en répartissant le risque sur les épargnants des pays riches. En opposition donc avec la tendance actuelle qui met en évidence le paradoxe en vertu duquel ce sont les pays pauvres qui absorbent la plupart des risques et coûts associés aux crises de la finance internationale.* »¹

II.2.3. L'accompagnement des programmes de réformes structurelles ou de stabilisation

La libre mobilité des flux de capitaux est susceptible d'être déstabilisatrice lorsqu'un pays donné met en place un plan de stabilisation ou un plan de réforme structurelle. La crédibilité du plan de stabilisation est d'une importance première dans la détermination des conséquences de la libre mobilité des capitaux. En effet, le manque de crédibilité de ces plans de stabilisation occasionne une volatilité accrue des capitaux et, par conséquent, peut être à l'origine de crises de balances des paiements. Si le plan est crédible aux yeux des investisseurs étrangers, les taux d'intérêt réels élevés qui sont typiquement accompagnés par des programmes de stabilisation peuvent engendrer un afflux temporaire et massif de capitaux, et donc une appréciation du taux de change réel. Cette appréciation entrave la réforme des échanges des biens dont l'objectif est d'abaisser les barrières à l'importation.

Par ailleurs, la riposte à un afflux massif de capitaux étrangers ne peut être adéquate que si la composition, les caractéristiques et la nature de ces flux sont connues. Il est évident que les investissements de portefeuille sont beaucoup plus volatils et instables que l'investissement direct étranger, par exemple. Concrètement, les partisans des restrictions sur les échanges des flux financiers proposent des mesures qui entravent les flux de capitaux de court terme, plutôt que ceux de long terme. D'un point de vue politique, l'attention doit être portée sur la relation entre la stabilité politique, les préférences du gouvernement et la crédibilité. En effet, la crédibilité d'un gouvernement est garantie, entre autres, par sa stabilité et la qualité de ses institutions. Les gouvernements avec un déficit de crédibilité sont ceux qui recourent le plus aux contrôles des capitaux, pour les raisons évoquées au début de ce

¹ Boyer. R, Dehove. M et Plihon. D (2004) : *op. cit.*, p. 195.

paragraphe. C'est pourquoi l'on constate que les pays en développement recourent le plus souvent à l'instauration de contrôles sur la circulation des capitaux.

II.2.4. La préservation de l'autonomie de la politique monétaire et de la politique de change

Théoriquement, la littérature économique légitime le recours aux contrôles de capitaux comme un optimum de second rang, pour atténuer les défaillances des marchés telles la fragilité des systèmes bancaires et financiers, les asymétries d'information, etc. En outre, l'importance des contrôles des capitaux est fortement liée à la nature instable des flux financiers dans les économies des pays émergents, ce qui a conduit à des crises spectaculaires à la fin des années quatre-vingt-dix, notamment dans la région du Sud-Est asiatique¹.

Les contrôles des capitaux peuvent être aussi instrumentalisés pour prévenir, ou simplement maintenir, un certain degré d'autonomie monétaire et d'autonomie de politique de change. En effet, leur mise en place s'explique par un souci de réconcilier l'usage des taux d'intérêts et des taux de change afin de mener, simultanément, des objectifs *a priori* incompatibles, aussi bien internes (maîtrise de l'inflation) qu'externes (sauvegarde de la valeur de la monnaie nationale). Généralement, les contrôles des flux de capitaux à la sortie cherchent à éviter les pressions qui risquent de provoquer une dépréciation nominale de la monnaie nationale, sans resserrement des conditions monétaires internes, et sans que des mesures spécifiques ne soient prises en compte ou mises en place. Par contre, les flux de capitaux à l'entrée sont employés pour éviter l'appréciation du taux de change nominal suite à une entrée massive des capitaux, sans sacrifices du contrôle sur les conditions monétaires domestiques. La recherche de l'autonomie politique vient cependant au détriment de la discipline ou plutôt de la rationalité politique.

Les contrôles des capitaux sont parfois justifiés par des considérations macroéconomiques, telles que les problèmes d'asymétrie d'information et le comportement mimétique sur les marchés financiers ainsi que la nécessité de réduire la volatilité des flux des capitaux de court terme associée à la volatilité des taux de change (J. Tobin 1978, R. Dornbush. 1986, A. Tornell. 1990, F. Mishkin 1996, B. Eichengreen et M. Mussa. 1998)

¹ Jégourel. Y et Teïletche. J (2001) : « Globalisation financière et autonomie de la politique monétaire », *Revue Economique*, Vol. 52, N°2, p. 401.

II.2.5. La protection des marchés financiers émergents

R. B. Johnston et N. T. Tamirisa (1998)¹ considèrent que l'instauration des contrôles des capitaux peut être liée à l'insuffisance du niveau de développement des marchés financiers domestiques et des institutions. Les contrôles sur les capitaux entrants peuvent être justifiés, selon ces auteurs, par la nécessité de protéger des marchés financiers peu développés. R. B. Johnston et N. T. Tamirisa (1998) se réfèrent à la littérature économique sur les échanges et le commerce international pour étayer leur point de vue. Ainsi, ils présentent deux arguments pour le prétexte de l'industrie naissante. Le premier est que quand une industrie naissante est protégée par des tarifs ou par des barrières douanières, elle gagnera des économies d'échelle, ce qui l'aidera à hisser sa production à un niveau supérieur. Le deuxième argument, emprunté de l'économie internationale, est qu'une industrie domestique naissante est capable d'abaisser ses coûts de production élevés par le biais du « *learning by doing* ». Cependant, les deux arguments empruntés ne justifient que le recours temporaire aux barrières douanières et à la protection de l'industrie domestique. Les auteurs nuancent cette thèse protectionniste, en arguant que la possibilité de créer des économies d'échelle ou de bénéficier du « *learning by doing* » n'est pas suffisante pour justifier l'instauration de mesures de protection, étant donné que le coût initial élevé de production pourrait être supporté par l'entreprise et considéré comme un investissement financé par le marché des capitaux.

Le cas de la protection des industries naissantes peut être transposé à l'étude des marchés financiers souffrant d'un manque d'efficacité. En effet, la politique de subventionnement direct, de développement du marché financier ou de prêts gouvernementaux directs à l'industrie pourrait être supérieure, en matière d'efficacité économique, à la protection de l'industrie nationale. En effet, de telles mesures agissent directement sur l'origine des distorsions, et évitent ainsi la création d'un aléa de moralité dû à la protection des échanges sur la consommation et d'autres industries domestiques. En outre, il y a un risque que les mesures de protection, initialement prévues pour n'être que temporaires, deviennent permanentes. Par ailleurs, puisque les marchés financiers n'obéissent pas à la même logique que les autres marchés de biens et services, il existe des problèmes quant à l'application de l'argument de la protection des industries naissantes sur les marchés financiers. Car en interdisant l'entrée de nouveaux instruments financiers et en limitant l'entrée en vigueur de nouveaux acteurs et protagonistes sur les marchés financiers domestiques, les contrôles des capitaux empêchent plus qu'ils ne facilitent le développement

¹ Johnston R.B et Tamirisa N.T (1998) : « Why Do Countries Use Capital Controls ? », *IMF Working Paper* N°181, p. 14.

des marchés financiers et des institutions réglant le fonctionnement du système financier.

R. B. Johnston et N. T. Tamirisa (1998) considèrent que l'argument de la protection des industries émergentes par des mesures protectionnistes appartient à la catégorie des « solutions de second degré » dans l'économie de bien-être. L'optimum de premier ordre serait de remédier directement à la source de l'anomalie. Ces anomalies peuvent avoir la forme, surtout pour les pays en développement, d'asymétrie d'information, de fragilité des systèmes bancaires, de problèmes d'aléas de moralité en relation avec les garanties officielles présentées et l'absence de marchés financiers développés.

Par ailleurs, ces mêmes auteurs stipulent que la mobilité du capital réduit l'amplitude de l'encadrement du crédit et des contrôles sur les taux d'intérêt maintenus pour des considérations de politique monétaire. La raison est liée à l'accroissement des possibilités d'« anéantir » de tels contrôles (sur les taux d'intérêt) à travers les mouvements continuels des flux de capitaux (R. B. Johnston 1998). Ainsi, un pays serait tenté de chercher à limiter la mobilité des mouvements des capitaux, lorsque les instruments monétaires de contrôle indirect ne sont pas suffisants et qu'il manque encore du temps pour le développement des instruments, des marchés et de la capacité institutionnelle de compter sur des instruments de contrôle indirect¹.

II.2.6. Le maintien d'une base de taxation domestique

Les contrôles de capitaux permettent en effet au gouvernement de taxer plus facilement les détenteurs des actifs monétaires et financiers dans une économie. La présence de ces contrôles permet aussi l'imposition de mesures administratives qui mènent à la réduction des taux d'intérêt domestiques, et facilite donc le financement des dépenses budgétaires de l'Etat à moindre coût. La littérature consacrée à la taxe d'inflation dans une économie ouverte montre que les contrôles sur les capitaux réduisent le coût réel de la dette domestique, et augmentent les revenus du seigneurage.

¹ Johnston. R. B et Sundararajan. V (1999) cité dans Johnston R.B et Tamirisa N.T (1998) : *op. cit.*, p. 15.

Comme nous le verrons dans le chapitre suivant, le gouvernement chinois a réussi à extraire ces revenus du seignuriage au prix d'une politique monétaire expansionniste, sans pour autant stimuler une inflation préjudiciable aux agents économiques ni ralentir la croissance économique¹.

En effet, les restrictions sur la détention d'actifs étrangers réduisent sensiblement l'aptitude des agents domestiques à échapper à la taxe d'inflation. Le gouvernement peut imposer des mesures comme l'augmentation du coefficient des réserves obligatoires, ce qui augmente la demande de monnaie et élargit donc la base de la taxe d'inflation. A ce propos, A. Drazen (1989)² considère que ces mesures provoquent des effets négatifs de long terme, puisqu'elles n'incitent pas à l'accumulation du capital du fait de l'augmentation des taux d'intérêt débiteurs appliqués par les banques sur les prêts. P. L. Brock (1984)³ montre que dans l'objectif de maintenir les revenus du seignuriage après le démantèlement des barrières à la circulation des biens et des flux de capitaux, la Banque centrale peut imposer des exigences de formulation de réserves sur les flux de capitaux entrants. Ce fut le cas pour le Chili et l'imposition de la réserve non rémunérée en juin 1991⁴, bien que l'idée principale derrière l'imposition de cette réserve ait été, pour ce pays, de décourager les entrées de capitaux de court terme qui cherchaient à bénéficier du différentiel d'intérêt supérieur sur le marché chilien.⁵

Généralement, les restrictions sur les changes et les transferts de devises sont toujours accompagnées de différents types de restrictions sur les marchés financiers, comme les contrôles sur les taux d'intérêt, les contraintes sur les portefeuilles des banques et les contrôles de crédit. Un gouvernement donné peut recourir à ce genre de mesures dans l'objectif de réduire la charge de l'emprunt domestique. A. Giovannini et M. de Melo (1993)⁶ ont mené une étude empirique sur un échantillon de pays en développement afin d'éclairer les interactions qui existent entre les contrôles financiers et les politiques fiscales. Ils ont comparé les coûts de l'emprunt domestique et de l'emprunt étranger pour un échantillon de pays en développement, et ils ont trouvé que même en l'absence de répression financière, les contrôles

¹ Fouda. S et Saïdane. D (1998) : « Institutions : Contraintes nécessaires pour un développement financier à moindre risque », *Techniques financières et développement* N°52, septembre-octobre, p. 5.

² Grilli. G et Milesi-Ferretti. G. M (1995) : *op. cit.*, p. 523.

³ *ibid.*, p. 523.

⁴ Le terme original est « *encaje* » : il s'agit d'une régulation qui s'appuie essentiellement sur un système de réserve obligatoire non rémunérée, afin d'exercer un contrôle sélectif des entrées de capitaux.

⁵ Minda. A (2001) : *op. cit.*, p. 101.

⁶ Giovannini. A et de Melo. M (1993) : « Government Revenue from Financial Repression », *American Economic Review*, Vol. 83, N°4, p. 953.

effectifs sur les flux de capitaux sortants permettent de réduire le coût de financement de la dette étatique par l'abaissement des taux d'intérêt réels. Les auteurs de cette étude assimilent les contrôles imposés par le gouvernement sur les marchés financiers à une forme de taxation et ont estimé les revenus que les gouvernements des pays en développement ont tiré de ces contrôles. Leur étude empirique leur a permis de conclure que les revenus inhérents à la répression financière sont, pour la plupart des pays, de la même ampleur que les revenus du seigneurage.

R. McKinnon (1973), E. Shaw (1973) et R. W. Goldsmith (1969) se sont intéressés, comme tant d'autres, aux liens qui existent entre le développement financier et les performances économiques. Leurs travaux ont été prolongés par ceux de N. Roubini et X. Sala-i-Martin (1992), qui se sont penchés sur la relation entre le régime de change, le degré de développement financier et la croissance économique, ainsi que par ceux de R. King et R. Levine (1993) sur l'importance du système financier dans la stimulation des innovations et donc de la croissance économique. Ces auteurs ont souligné à travers ces études que les systèmes financiers soumis aux contrôles et donc « sous-développés » permettent aux gouvernements de couvrir les dépenses publiques plus facilement, surtout quand le système fiscal est inefficace. Mais ces contrôles élèvent des obstacles au développement, tant pour le système financier que pour l'économie dans son ensemble.

A. Giovannini (1988), A. Razin et E. Sadka (1991)¹ stipulent que la taxation du capital domestique peut induire une fuite des capitaux, surtout quand il est difficile de taxer les sources de revenus étrangers. Ceci encourage, en quelque sorte, le gouvernement à imposer des contrôles sur les capitaux sortants. Toujours selon A. Giovannini (1988), les distorsions impliquées par l'instauration de ces contrôles de capitaux sont plus tolérables que celles qui sont dues à l'incapacité de taxer les sources de revenus extérieurs. En effet, A. Razin et E. Sadka (1991) montrent que devant l'impossibilité de taxer ces sources, il sera optimal d'imposer des restrictions à la sortie des capitaux afin de générer un surinvestissement domestique.

¹ Cité dans Grilli. G et Milesi-Ferretti. G. M (1995) : *op. cit.*, p. 524.

A. Alesina et G. Tabellini (1989)¹ ont analysé les aspects distributionnels d'une politique fiscale et les contrôles de capitaux lorsque les agents économiques sont hétérogènes. Les auteurs considèrent les contrôles des capitaux comme une forme de délimitation de l'acquisition d'actifs étrangers non soumis à la taxation. En effet, les agents économiques sont tentés de détenir et d'accumuler des actifs étrangers afin d'échapper à une éventuelle taxation des actifs domestiques. Dans le modèle qu'ils considèrent, ils supposent l'existence de deux groupes sociaux d'individus – les « capitalistes » et les « travailleurs » – et de deux partis politiques qui représentent ces deux groupes. La source de revenu des travailleurs est le travail (ils ne peuvent pas détenir du capital domestique), alors que celle des capitalistes est le rendement du capital détenu. Sous des hypothèses raisonnables concernant les dotations initiales, il est démontré que la crainte de l'établissement et de la montée au pouvoir d'un gouvernement de gauche peut induire les capitalistes à exporter le capital en leur possession. L'article démontre qu'une fois levée l'homogénéité entre les agents économiques, les facteurs distributionnels deviennent importants dans la mise en place des restrictions. G. Epstein et J. B. Schor (1992)² ont eu recours à une structure keynésienne pour montrer que les contrôles des capitaux présentent l'avantage de préserver l'autonomie de la politique monétaire, et qu'une politique monétaire expansionniste en présence de ces contrôles peut encourager l'emploi et faire baisser le chômage en réduisant les taux d'intérêt. Ceci peut favoriser la classe des travailleurs et porter préjudice aux intérêts du secteur financier.

Conclusion

Après avoir exposé les grandes lignes d'une politique d'ouverture financière alternative à celle qui est prônée et défendue par les IFI et les théoriciens du « consensus de Washington », il convient maintenant de montrer la faisabilité de ces politiques et la possibilité de leur mise en œuvre. Dans ce but, nous exposons, dans le cadre du chapitre suivant, l'expérience de deux pays qui ont divergé du schéma conseillé par le courant théorique dominant. Il s'agit des expériences de la libéralisation financière de la Corée et de la Chine. L'étude de l'expérience de ces deux pays a pour objectif de montrer que les principes d'une politique préventive et prudente ne sont pas que de nature théorique. Il reste dans le domaine du possible de l'appliquer et de profiter de la protection qu'elle offre contre les inconvénients de la mondialisation financière.

¹ *ibid.*, p.524.

² *idem.*

Deux expériences de régulation financière : la Corée et la Chine

La Chine semble représenter l'incarnation d'une politique prudente et graduelle en matière de libéralisation financière. Le gouvernement chinois a su tirer les leçons d'une adoption rapide et imprudente du processus de déréglementation financière par les pays voisins. Toutefois, avant de commencer par étudier l'expérience réussie de la Chine, nous analysons celle d'un autre pays voisin, qui a été touché par la crise du Sud-Est asiatique mais qui s'est appuyé sur une démarche progressive et gradualiste de l'ouverture financière. Il s'agit de l'expérience coréenne.

I. L'expérience coréenne de libéralisation financière

La Corée du Sud a connu, tout au long des quatre dernières décennies, des épisodes de croissance économique spectaculaire qui ont fait d'elle un modèle à suivre pour les pays de la région du Sud-Est asiatique, voire pour l'ensemble des pays émergents. En effet, la Corée n'a connu que deux années de taux de croissance économique négatifs : en 1980, suite au deuxième choc pétrolier et à l'assassinat du président Park Chung-hee ; et en 1998, pendant la période des crises financières du Sud-Est asiatique. Entre la période de lancement d'un large plan de réformes économiques par Park en 1963 et l'épisode des crises financières en 1997, le taux de croissance du revenu réel par tête était supérieur à 6% par an. De même, le revenu par tête était, juste avant 1997, huit fois plus élevé que le niveau enregistré lors du lancement des réformes économiques. Selon les Tables de Penn World (en 1963), le niveau de revenu de la Corée était inférieur à celui de la Bolivie et du Mozambique, alors qu'en 1997, il dépassait celui du Portugal et de la Grèce.

De nombreux économistes ont attribué les performances économiques de la Corée et plus généralement des pays du Sud-Est asiatique à l'ouverture de leurs marchés financiers. Ces économistes pensent que les marchés ouverts ou, pour reproduire le terme original, complets (*complete markets*), sont préférables aux marchés incomplets. Dans le cas des marchés financiers, une large littérature théorique et empirique soutient l'idée que le développement des marchés financiers domestiques et leur interaction avec les autres marchés financiers internationaux favorisent la croissance et le développement économique. Toutefois,

pendant sa période de croissance rapide, la Corée du Sud a délibérément choisi de ne pas profiter des prétendus gains de l'intégration financière internationale, et a préféré maintenir un contrôle élargi sur les flux de capitaux internationaux. C'est la stratégie de croissance « à la coréenne ». Cette démarche faisait partie de toute une politique de finance administrée et entreprise dans un contexte de stratégie de développement volontariste, guidée par le gouvernement sud-coréen. En d'autres termes, la large et rapide expansion de l'économie sud-coréenne pendant de longues décennies était soutenue par un régime de contrôle des capitaux, ce qui infirme le point de vue classique et orthodoxe sur le lien étroit entre l'ouverture financière et le développement et la croissance économique.

Bien qu'ayant contribué au saut qualitatif spectaculaire qu'a connu la Corée, la politique de régulation financière menée a posé bien des problèmes et des difficultés à mesure que le pays se développait. En effet, la Corée du Sud, grâce à son expansion rapide, s'est rapprochée des « frontières technologiques internationales », ne pouvant ainsi plus profiter aussi facilement des opportunités du « *catch-up* » technologique. Cette situation a exigé une sophistication plus poussée en matière de prise de décision, tant dans le secteur financier privé que public. L'ancienne stratégie de développement n'était donc plus adéquate, et il a fallu adopter de nouvelles mesures et stratégies de nature à composer avec les changements et les évolutions survenus à partir du début des années quatre-vingt. La mutation au niveau des politiques économiques s'est caractérisée par l'adoption d'un plan de réformes ayant la libéralisation des comptes courants et de capitaux comme piliers, ainsi que par une transition vers un modèle de développement ayant le marché comme catalyseur¹.

La nature de la politique menée par le gouvernement sud-coréen après 1990, son adoption d'une politique de libéralisation financière conjuguée à son accession à l'OCDE, ainsi que le souci de respecter les accords et normes institués par le Comité de Bâle ont exposé la Corée à une forte dette extérieure au milieu des années quatre-vingt-dix. C'est ce qui a rendu l'économie coréenne vulnérable à une variété de chocs négatifs dus notamment à l'ampleur des crises asiatiques en 1997. A titre d'exemple, les coûts supportés par la Corée du Sud suite à la survenance des crises financières qui ont frappé le Sud-Est asiatique s'élevaient à 16% du PIB en 2001. Le cas sud-coréen est intéressant précisément parce qu'il combine les caractéristiques d'une économie avec une croissance soutenue, instaurant un régime de contrôle des capitaux et connaissant des crises financières. En d'autres termes, la Corée est un

¹ Noland. M (2005) : « South Korea's Experience with International Capital Flows », *Institute for International Economics Working Paper Series*, N°4, p. 2.

pays qui a adopté une politique de finance administrée et qui, contrairement à l'idéologie classique et néolibérale, est parvenu à réaliser une croissance économique et un essor sans précédents. La crise financière qu'elle a connue en 1997 était due à une accélération de la politique de libéralisation financière suivie.

La Corée du Sud a été confrontée à deux problèmes quand elle a entamé une libéralisation de son compte capital. Tout d'abord, la libéralisation a porté préjudice aux institutions financières étatiques. Ensuite, elle a provoqué une déstabilisation d'ordre macroéconomique. Il faut dire aussi que le risque systémique dans la région était assez significatif pour qu'il provoque à lui seul la crise financière, sans prendre en compte l'effet de la libéralisation du compte capital. Le programme de libéralisation financière a surtout affecté le timing, l'ampleur et les conditions particulières de ces crises.

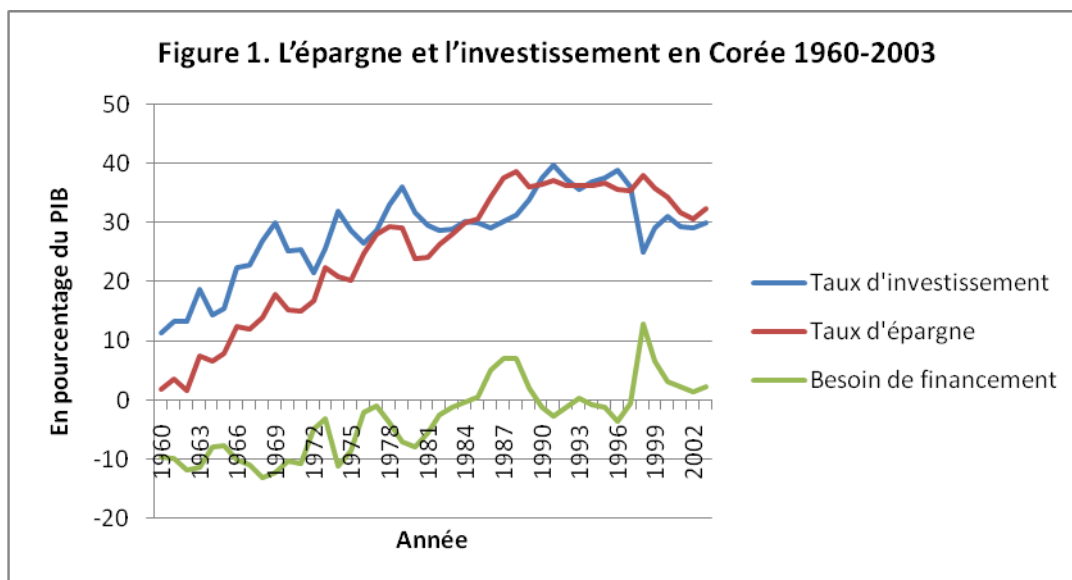
Dans ce qui suit, nous présentons d'abord le contexte politique et économique qui a précédé la mise en place des réformes libéralisatrices pour comprendre leur fondement. Ensuite, les insuffisances du système financier domestique coréen sont analysées pour comprendre le passage d'une politique de contrôles de capitaux à une politique de libéralisation. Sera ensuite exposée l'expérience de libéralisation telle qu'elle a été appliquée. Enfin, nous essayons d'analyser les causes de la crise financière et d'en déduire les recommandations pour des pays émergents comparables à la Corée.

I.1. Présentation du contexte politique et économique avant la mise en place des contrôles de capitaux

La Corée du Sud a hérité du régime de répression financière de l'époque de la colonisation japonaise entre 1910 et 1945. Ce régime a persisté jusqu'en 1948, date de l'indépendance de la Corée reflétant le poids de l'aspect dirigiste de l'administration coloniale japonaise. Le fait marquant de l'histoire économique contemporaine de la Corée du Sud était le rôle prépondérant qu'occupait l'Etat. Ceci se manifeste par la génération de rentes et la primauté de l'aspect politique dans leur distribution. Ces aspects sont apparus avec le premier président postcolonial de la Corée, Rhee Syng-man, qui a profité des rentes générées de l'intervention de l'Etat pour fortifier son pouvoir politique. Selon D. Cho (1994), la politique économique sud-coréenne s'est basée sur l'aide américaine suite à la guerre coréenne qui a dévasté le pays entre 1950 et 1953. Cette aide américaine finançait l'accumulation du capital et a atteint un pic de 85% des importations à la fin des années cinquante.

Un gouvernement militaire mené par le général Park Chung-hee a pris le contrôle du pays en 1961. Comme le montre le graphique 1 ci-après, quand ce dernier s'est emparé du pouvoir, l'épargne domestique brute de la Corée était dérisoire.

Graphique IV. 1. L'épargne et l'investissement en Corée 1960-2003



Source : Propre graphique à partir des statistiques de la Banque mondiale.

Les investissements principalement financés par l'aide étrangère stagnaient à un niveau légèrement supérieur à 10% du PIB, et le compte de la balance courante présentait un large déficit. Après deux années de résultats économiques médiocres, le gouvernement militaire a unifié l'ensemble des taux de change, a dévalué le won et a lancé une série de réformes à large échelle. Après une rapide expérience de libre flottement du taux de change, les autorités monétaires coréennes ont rattaché la monnaie domestique au dollar américain et ce jusqu'en 1980. Cela a permis à l'épargne domestique (corrigée du montant des aides étrangères) de décoller et à l'investissement domestique de croître rapidement.

Le nouveau régime instauré par le général Park a marqué une rupture avec la politique économique telle qu'elle était pratiquée avant 1961. Celui-ci a néanmoins gardé la tradition de l'interventionnisme étatique et de la prépondérance du rôle de l'Etat, héritée, comme nous l'avons noté plus haut, de la période de la colonisation japonaise. Ainsi, les barrières à l'entrée de nouveaux concurrents sur les marchés domestiques étaient toujours dressées pour protéger les institutions étatiques. De même, le général Park a mis en place une importante

infrastructure d'auto-provisionnement (*sole-sourcing*) et a encouragé les *chaebols*¹ à axer la production sur des secteurs bien déterminés. A titre illustratif, dans les années quatre-vingt, le top 10 des *chaebols* comptait pour plus de 20% de la formation du revenu national. Le général Park a mis fin à l'indépendance de la Banque de Corée, qui est devenue subordonnée au ministère de la Finance et à la Maison Bleue².

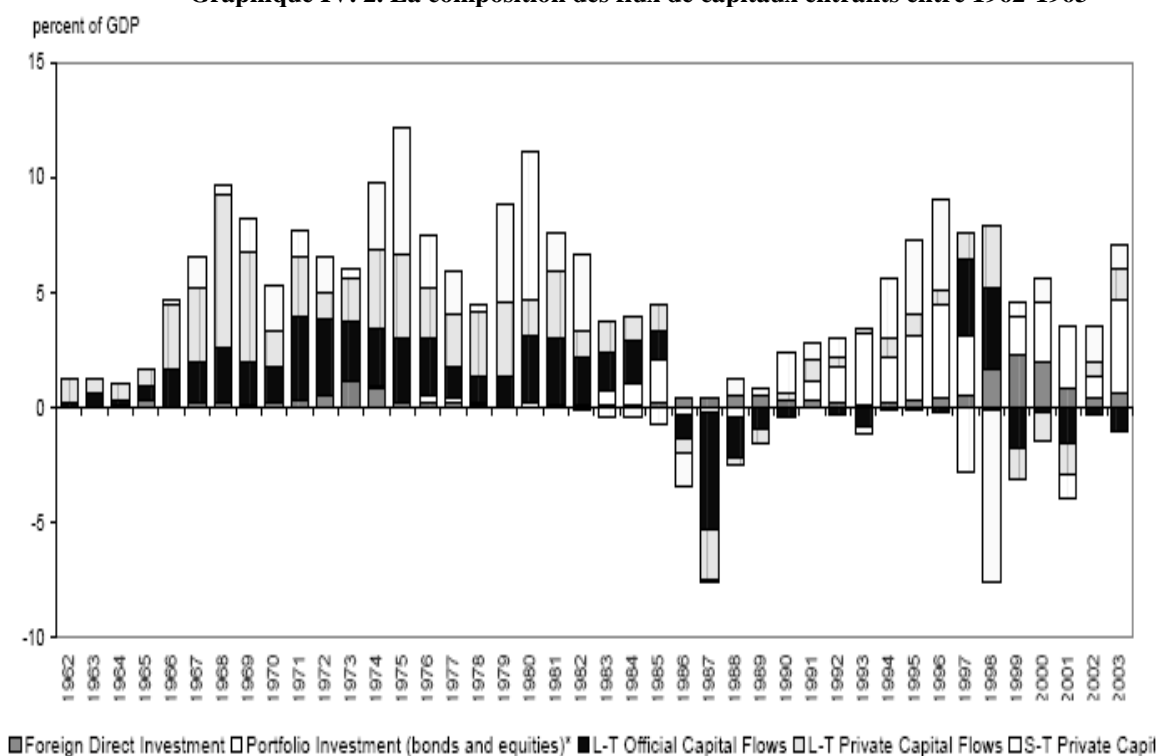
L'accumulation du capital grâce à ces réformes a contribué à la réalisation d'un sursaut technologique rapide et à une transformation de la structure de production. En effet, en 1963, les exportations coréennes de produits primaires non pétroliers comptaient pour plus de 50% dans l'ensemble des exportations. Une décennie après, la composition des exportations sud-coréennes était dominée par les produits manufacturés comme le textile, les produits électriques et l'acier. L'accumulation du capital était financée principalement par l'épargne domestique, aidée par une nette amélioration du niveau d'épargne acheminée de l'extérieur du pays, approchant les 10% du PIB en 1971.

Ces flux entrants, comme le montre le graphique 2, ont pris la forme de prêts de long terme et de crédits commerciaux émanant de prêteurs privés et d'institutions publiques. Par contre, les flux d'investissement de portefeuille et les investissements directs étrangers étaient négligeables, et l'ensemble de ces flux entrants étaient soumis à la régulation de la Banque de Corée pendant cette période. Suite à ces mouvements de capitaux, les experts de l'expérience coréenne ont essayé de cerner les sources du développement industriel de la Corée et ont relevé les différentes formes de transferts technologiques des firmes étrangères aux firmes domestiques. Ce transfert technologique était véhiculé par l'entrée des capitaux de long terme, distillés par la Banque de Corée qui exerçait une sélection à l'entrée.

¹ *Cheabol* : conglomérat industriel à domination familiale.

² Maison Bleue : le siège de la présidence de la République sud-coréenne.

Graphique IV. 2. La composition des flux de capitaux entrants entre 1962-1963



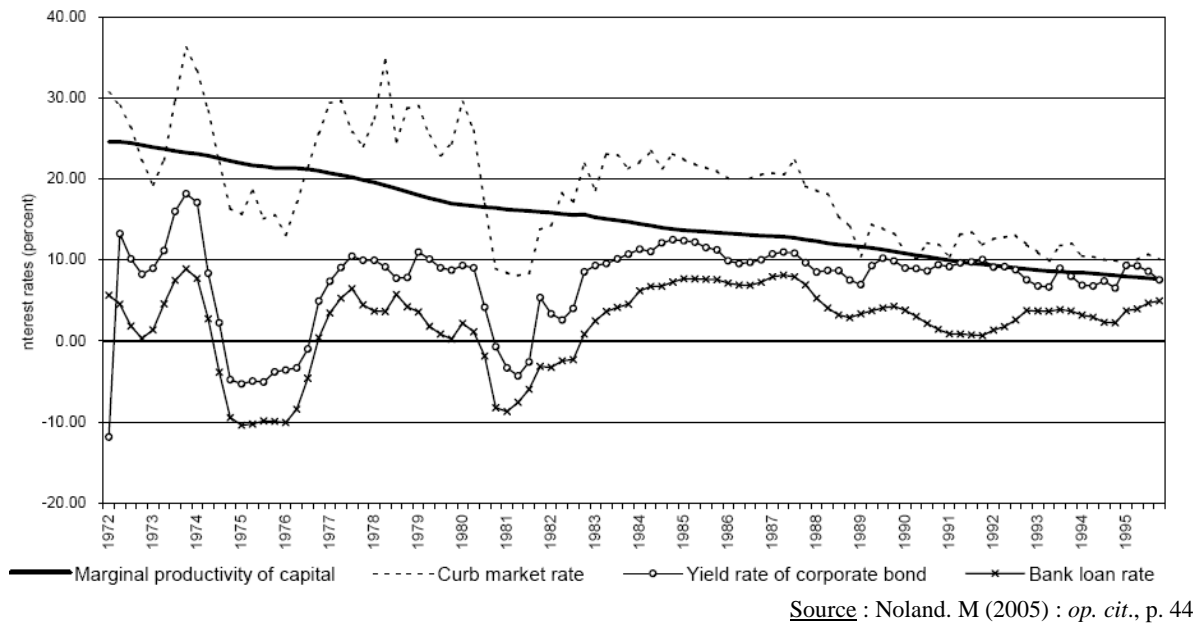
Source : Noland. M (2005) : *op. cit.*, p. 43

En 1972, le général Park a été réélu pour la troisième fois et a modifié la Constitution de telle sorte qu'il pourra rester président à vie. Pour différentes raisons, il a instauré une politique de promotion des industries lourdes et chimiques. La libéralisation financière initiée à la fin des années soixante a été abandonnée en 1972 ; les taux d'intérêt ont été ramenés à la baisse et le gouvernement a pris le contrôle du secteur bancaire afin d'acheminer les fonds financiers disponibles aux secteurs, entreprises et projets jugés prioritaires.

Des institutions financières publiques spécialisées ont été créées afin de financer des projets à large échelle. De même, les banques commerciales privées ont eu comme instructions de privilégier les prêts à caractère stratégique. A la fin des années soixante-dix, la part de ces prêts préférentiels a atteint 60% de l'ensemble des prêts¹. Les taux d'intérêt réels appliqués sur ces prêts sont en moyenne négatifs, comme le montre le graphique 3, et le subventionnement des taux d'intérêt est passé de 3% du PNB entre 1962 et 1971 à presque 10% en moyenne entre 1972 et 1979. Avec une part aussi large du revenu national, l'allocation de ces prêts préférentiels et subventionnés a occupé une place importante dans la planification et l'organisation de la politique économique.

¹ Yoo. J-h (1994) : « South Korea's Manufactured Exports and Industrial Targeting Policy » dans Shu-Chin Yang (eds) : « Manufactured Exports of East Asian Industrializing Economies », New York cité dans Noland. M (2005) : *op. cit.*, p. 5.

Graphique IV. 3. Les taux d'intérêt réels



Le général Park a été assassiné en 1979 suite à un coup d'Etat. Le général Chun Doo-hwan et ses compagnons officiers qui se sont emparés du pouvoir après cet assassinat ont sombré dans des rivalités intramilitaires et ne se sont guère préoccupés des intérêts du pays¹. Face à la détérioration des performances et des conditions économiques du pays, exacerbées par le deuxième choc pétrolier, le général Chun et ses collaborateurs ont eu recours aux technocrates occidentaux pour sauver la situation. Ces derniers étaient prêts à mettre en place des plans de stabilisation et à abandonner les politiques de promotion des industries lourdes et chimiques. Les technocrates auxquels le général Chun a recouru ont mis en œuvre une politique de stabilisation macroéconomique d'inspiration néolibérale et ont commencé par la libéralisation et la dérégulation de l'économie sud-coréenne. La libéralisation du secteur financier, initiée sous le V^e Plan (1982-1986) et élargie au VI^e Plan (1987-1991), a atténué la politique de prêt subventionné aux secteurs prioritaires.

I.2. La primauté du financement domestique dans le système financier coréen d'avant la libéralisation financière

La stratégie de développement basée sur l'acheminement des capitaux vers les secteurs prioritaires dans les années quatre-vingt est fondée sur deux piliers : la finance administrée et les contrôles de capitaux. Cette démarche avait pour but de couper les marchés domestiques coréens des marchés internationaux et de garder par conséquent une autonomie dans la poursuite de la politique monétaire et le maintien des structures de financement de

¹ Clifford. M (1997) : « Troubled Tiger », *Butterworth-Heinemann Asia*, Singapore.

l'économie. En pratique, ceci s'est traduit par une focalisation sur la finance indirecte et la limitation de la participation des banques étrangères aux marchés financiers domestiques, ainsi que par la limitation de l'accès des firmes domestiques aux capitaux étrangers. Cette protection du marché financier domestique avait pour motif la protection des banques domestiques qui opéraient sous le régime de la « politique de prêt » (*policy lending*) pour favoriser les secteurs industriels prioritaires.

La présence et l'accès aux marchés financiers domestiques coréens des firmes bancaires étrangères étaient jugés préjudiciables aux institutions financières domestiques. Le système financier coréen était composé d'un ensemble réduit de banques, tandis que les autres sources de financement des entreprises, comme les marchés des capitaux, étaient limitées à travers un ensemble de taxes et de charges fiscales. Ainsi, le développement du marché monétaire et du marché obligataire était retardé et restreint à quelques titres à maturité déterminée, avec l'absence d'un marché secondaire développé. De même, l'émission de ces titres était dépendante des garanties bancaires et le gouvernement n'a pas encouragé le développement d'un marché secondaire des titres de la dette publique, des swaps, des obligations ou des futures. En ce qui concerne le marché boursier, le gouvernement sud-coréen a établi en 1990 un quota trimestriel de nouvelles émissions. Avant la crise de 1997, plus de 360 firmes attendaient d'entrer dans la cotation et de pouvoir émettre leurs actions sur la place de Séoul (relativement à 776 qui émettaient déjà sur le marché). C'est ce qui explique le recours à la corruption de la part des dirigeants des firmes pour pouvoir émettre sur le marché boursier. A la suite de cette politique menée jusqu'à la fin des années quatre-vingt, le financement des entreprises était surtout assuré par les prêts bancaires, qui dépassaient le financement par actions, obligations et autres valeurs mobilières.

Ces politiques ont eu de multiples effets et implications. Tout d'abord, les firmes visaient plus à accroître leur taille qu'à être rentables, afin de bénéficier des conditions de financement privilégié et du « *policy lending* ». En réalité, le principe de « *too big to fall* » a incité les sociétés à emprunter davantage sous prétexte que le gouvernement assurait le remboursement des emprunts irrécouvrables. La croissance et la course à une taille importante par l'endettement sont devenues l'enjeu majeur des entreprises sud-coréennes. Les crédits sont donc devenus le moteur de la croissance et, aussi paradoxal que cela puisse paraître, plus la firme était endettée, plus elle était considérée comme performante et bien portante. Une

situation que S-m. Yoo (1990) a qualifiée de « survie du plus gros » (*Survival of the fittest*)¹. En effet, une étude sur le financement des entreprises entre 1977 et 1986 a révélé que « *les plus grandes firmes sont celles qui ont la plus faible structure financière* »² mesurée par la part des actions dans les structures du capital. D'autres études ont montré que les *chaebols* sont systématiquement moins rentables que les autres firmes sud-coréennes.

I.3. L'expérience de libéralisation du compte capital et du secteur financier des années quatre-vingt-dix en Corée

Lorsque la Corée a entamé une politique de croissance tournée vers la promotion des exportations au début des années soixante, le secteur manufacturier était dans un état primaire. Le manque d'épargne domestique a obligé le gouvernement à intervenir sur le marché du crédit afin d'acheminer les rares capitaux domestiques et étrangers vers les secteurs exportateurs. Comme nous l'avons montré plus haut, l'intervention du gouvernement a été renforcée dans les années soixante-dix, avec l'adoption d'une politique de promotion des industries lourdes et chimiques. Cette politique était baptisée la politique du « *Big Push* ». L'allocation des ressources financières et réelles était donc dépendante des initiatives et de la volonté du gouvernement.

Après la mise en place de la politique du « *Big Push* », l'économie coréenne a souffert de la stagflation et de déséquilibres dans sa balance des paiements entre 1979 et 1981. Il faut dire que c'est aussi à cause de la hausse du prix du pétrole, des turbulences politiques et sociales ainsi que de la mauvaise récolte de riz enregistrée pendant cette période.

Les mauvaises performances économiques affichées au début des années quatre-vingt ont incité le gouvernement à changer de politique économique, passant d'une économie planifiée et d'un gouvernement interventionniste à une économie tournée vers le marché. Au début de cette même décennie, le gouvernement a décidé de limiter son intervention dans l'économie et a déclenché un programme de libéralisation et d'ouverture économique. Le tableau 1 retrace les principales mesures de déréglementation entreprises à partir des années quatre-vingt en Corée.

¹ Yoo. S-m (1999) : « Corporate Restructuring in Korea », *Joint US-Korea Academic Studies* 9.

² Kim. E. H (1990) : « Financing Korean Corporations : Evidence and Theory » dans *Korean Economic Development*, ed Kwon J.K. New York, p. 342.

Tableau. IV. 1 : La chronologie du programme de libéralisation financière totale en Corée à partir des années 1980

| Le programme de libéralisation financière totale | |
|--|-----------|
| Rattachement du won à un panier de devises plutôt qu'au dollar américain | 1980 |
| * Introduction du papier commercial, <i>corporate paper</i> (CP) * Mise en application d'opérations à terme en devises étrangères | 1981 |
| Privatisation des banques commerciales étatiques | 1981-1983 |
| Abolition des taux d'intérêt préférentiels sur les crédits | 1982 |
| *Relâchement de l'intervention du gouvernement dans les opérations internes des banques *Création des certificats de dépôts négociables *Mise en place d'une bande de flottement pour les taux de prêts bancaires *Possibilité d'intégrer le marché des capitaux via le Fonds de Corée, <i>Korea Fund</i> *Permission de réaliser des swaps sur les taux d'intérêt | 1984 |
| *Création de comptes de gestion de liquidité par les sociétés de financement de court terme *Création de fonds de gestion des obligations par les sociétés de gestion de valeurs mobilières *Relâchement des barrières à l'entrée de l'industrie financière | 1987 |
| *Ouverture de l'industrie des assurances aux firmes étrangères *Annonce d'une phase de dérégulation des taux créditeurs et débiteurs | 1988 |
| *Ouverture du marché des valeurs mobilières aux firmes étrangères *Annonce d'un plan de libéralisation des taux d'intérêt en quatre étapes *Conversion de quelques sociétés de financement de court terme en banques | 1991 |
| Permettre aux investisseurs étrangers d'acquérir des actions sur la Bourse de Corée | 1992 |
| *Annonce de la troisième étape du projet de libéralisation et l'ouverture du système financier *Mise en place d'un plan quinquennal de libéralisation de l'investissement étranger | 1993 |
| *Plan d'ouverture du secteur financier annoncé avec la création de l'OMC *Mise en place d'un plan quinquennal de réforme du système de change | 1994 |
| *Mise en place d'un plan quinquennal de réforme du système de change révisé avec l'accession de la Corée à l'OCDE *Plan d'ouverture du secteur financier annoncé avec l'entrée de la Corée dans l'OCDE | 1996 |
| *Tous les règlements avec les autres pays peuvent être effectués dans n'importe quelle monnaie convertible sauf le won, et les recettes d'exportation de plus de 50 000 dollars américains doivent être rapatriées dans les 6 mois *En novembre, la bande de flottement a été élargie pour + ou - 10% et au mois de décembre, la Corée du Sud a instauré le libre flottement du won | 1997 |
| *Permission d'acquisition sans limites pour les étrangers de titres du marché monétaire (billets de trésorerie) émis par les institutions non financières coréennes *Levée des restrictions sur les investissements des étrangers dans les titres financiers coréens | 1998 |
| *Lancement de la bourse coréenne des <i>futures</i> *Permission d'investir sur les marchés financiers internationaux pour les entités domestiques *Permission pour les institutions financières domestiques d'établir des transactions portant sur des produits dérivés | 1999 |
| Abolition de toutes les restrictions sur les prêts en devises octroyés par les banques domestiques | 2001 |
| *Permission aux compagnies d'assurances et aux sociétés de gestion de patrimoine d'accéder au marché interbancaire *Lancement du plan de développement du marché des changes coréen, qui vise la levée totale de la réglementation des changes en 2011 *Assouplissement des restrictions sur les paiements extérieurs des particuliers | 2002 |
| * Le régime de flottement libre avec ciblage d'inflation est reconnu comme le régime de change de la République de Corée. * Reconnaissance du statut de <i>foreign exchange bank</i> pour 61 institutions autorisées à effectuer des transactions en devises pour le compte des tiers. | 2005 |

| | |
|---|--|
| * Assouplissement des procédures d'autorisation pour les entreprises désirant effectuer des opérations en devises pour leurs propres comptes. * Maintien de l'obligation de rapatriement des créances sur l'extérieur, des limites à l'investissement des non-résidents dans les fonds spéculatifs ainsi que de l'endettement à court terme par les entités jugés fragiles | |
|---|--|

Source : Park. Won-am (2000) : « Korea's Management of Capital Flows in the 1990's » dans Griffith-Jones. S, Montes. M.F et Nasution. A (eds) : « Short-Term Capital Flows and Economic Crisis », *Oxford University Press*, Wider, p. 7 et Noland. M (2005) : *op. cit.*

Avant d'explorer cette expérience de libéralisation telle qu'elle a été entreprise en Corée, il convient de présenter l'état et les caractéristiques du système financier coréen avant le lancement de cette expérience.

I.3.1 Présentation de l'expérience coréenne des contrôles de capitaux

Des contrôles de capitaux généralisés ont été utilisés pour isoler le marché financier domestique des marchés internationaux. Les flux de capitaux entrants étaient soumis aux contrôles afin d'empêcher les transactions non autorisées portant sur les devises étrangères et les revenus de l'investissement. Les flux d'investissement direct étranger n'ont été admis à l'entrée que pour quelques secteurs prédéfinis. Bien que des facilités aient été introduites à partir de la fin des années soixante-dix, les flux d'IDE étaient négligeables jusqu'à l'amorce d'un mouvement de libéralisation déclenché après la crise de 1997. Avant la survenance de la crise, la Corée du Sud et l'Inde étaient les seuls pays d'Asie où les investissements américains prenaient la forme de prises de participation minoritaires dans les capitaux des entreprises locales et non pas des prises de participation majoritaires, comme c'était le cas dans les autres pays.

L'investissement sur le marché boursier était interdit aux non-résidents jusqu'en 1992. Il était donc soumis à de rigoureux plafonnements quantitatifs. A l'époque de la crise de 1997, l'appropriation des firmes cotées par les non-résidents était limitée à 20% du capital, avec des parts individuelles limitées à 5%. L'investissement dans les obligations domestiques par les non-résidents était prohibé jusqu'en 1996 ; puis, il a été soumis à des limitations quantitatives. La présence et l'activité d'investissement des institutions financières étrangères ont donc été limitées.

Pendant la période précédant la crise de 1997, les résidents n'avaient pas la possibilité d'avoir des comptes dans les banques étrangères, ni d'acquérir des valeurs mobilières étrangères ; les revenus de l'activité d'exportation devaient être rapatriés dans un délai de six mois. L'investissement direct coréen à l'étranger exigeait un accord officiel et était sujet à des régulations qui avaient pour effet de faire intervenir l'intermédiation des banques coréennes.

Le won était inconvertible et le gouvernement sud-coréen décourageait le développement d'un marché offshore du won, ou des instruments financiers libellés en won. Au début de l'année 1985, une rapide appréciation du yen japonais réel a encouragé la délocalisation du Japon vers la Corée. La Banque de Corée s'est adaptée au nouvel afflux de capitaux, ce qui explique l'accroissement de l'offre de monnaie de 105% entre 1985 et 1989. Le niveau des prix s'est élevé de 3% et la capitalisation boursière a augmenté de 458%, faisant de la place de Séoul la neuvième plus grande bourse de valeurs mobilières en termes de capitalisation.

En février 1980 et suite à une dévaluation de 20%, le won coréen s'est détaché du dollar américain et a été rattaché à un panier de monnaies (la pondération de chaque monnaie dans le panier n'a pas été divulguée), avec un facteur d'ajustement politique. Selon J. A. Frankel (1993), le won n'était pas effectivement rattaché à un panier de monnaies. Par contre, B. Balassa et J. Williamson (1990) notent que le facteur d'ajustement politique prédomine. Ainsi, entre 1984 et 1987, le won s'est déprécié par rapport aux cinq monnaies constitutives du panier, ce qui a généré une monnaie sous-évaluée.

La sous-évaluation du won, la délocalisation des activités du Japon vers la Corée du Sud ainsi que la mise en place de politiques expansionnistes aux Etats-Unis ont généré un accroissement du surplus de la balance courante coréenne avec les Etats-Unis¹. Ceux-ci ont d'abord cherché à exercer une pression sur la Corée du Sud par rapport à son régime, par le biais du FMI. A partir de 1986, le Trésor public américain a commencé ouvertement à exercer une pression sur la Corée du Sud pour qu'elle réévalue à la hausse sa monnaie.

¹ Noland. M (1993) : « The Origins of US-Korea Trade Frictions » dans Mo. J et Myers. R (1993) : « Shaping a New Economic Relationship : The Republic of Korea and the United States », *Hoover Institution Press*, Stanford.

Le Trésor public américain a qualifié la Corée de « *manipulatrice du taux de change* »¹ après les trois premiers rapports du Congrès, sous la section 3004 de la loi du commerce (*trade act*), qui a supprimé la Corée de la liste en avril 1990, après une nouvelle gestion du taux de change.

I.3.2. Les réformes concernant les institutions financières bancaires et non bancaires

La déréglementation financière a commencé avec une large privatisation des banques commerciales et l'abolition de différentes restrictions sur le mode de gestion des banques au début des années quatre-vingt. Le gouvernement a aussi arrêté son contrôle sur les crédits et les taux d'intérêt. En juin 1982, la plupart des taux préférentiels appliqués sur les prêts des secteurs prioritaires ont été annulés.

Les surplus du compte courant entre 1986 et 1989 ont incité les autorités coréennes à poursuivre le processus de libéralisation, non seulement parce qu'il y a eu une amélioration des conditions et performances économiques réalisées, mais également en raison de la pression exercée par les Etats-Unis. Accusant la Corée de manipuler son taux de change, les Etats-Unis lui ont demandé d'accomplir des avancées dans son processus de libéralisation financière et d'être plus transparente dans cette entreprise. Le gouvernement coréen a donc annoncé un plan de libéralisation des taux d'intérêts appliqués par les institutions financières bancaires et non bancaires en décembre 1988. Mais ce programme a vite été délaissé après le ralentissement économique en 1989, suite à la hausse des taux d'intérêt. La libéralisation des taux d'intérêt s'est poursuivie après, en août 1991, lorsque l'économie s'est rétablie d'une phase de marasme suite aux grèves et autres mouvements sociaux des travailleurs². La Corée, sous l'incitation des Etats-Unis, a entrepris la troisième phase du projet de libéralisation et d'ouverture du système financier.

Cette troisième phase a été annoncée en juin 1993 ; elle était beaucoup plus exhaustive et complète que les deux premières phases. Elle comprenait la libéralisation des taux d'intérêt, le contrôle des prêts bancaires accordés aux *chaebols*, le financement de court terme et la libéralisation des changes et du compte capital. Le plan visait une libéralisation totale du secteur financier coréen en 1997, par la libéralisation de tous les taux créditeurs, le recours aux instruments indirects de contrôle monétaire, le libre flottement du taux de change, la

¹ Noland, M (2005) : *op. cit.*, p. 9.

² Park, Won-am (2000) : *op. cit.*, p. 77.

libéralisation des transactions en devises, etc. Malgré la mise en place de ce projet et les différentes réformes entreprises, le système financier coréen ne s'est pas hissé à un niveau comparable à celui des pays en développement.

La spécificité de l'expérience coréenne en matière de libéralisation financière est qu'elle était prudente et surtout graduelle. L'approfondissement financier entrepris à partir du début des années quatre-vingt a été mené par une croissance des institutions financières non bancaires plutôt que par celle des banques domestiques. Le processus d'approfondissement est passé aussi par une absorption des fonds du marché informel par les institutions financières non bancaires. Alors que les institutions financières non bancaires opéraient en relative liberté en termes de contrôle des taux d'intérêt, de barrières à l'entrée et de structure de propriété, les banques ont été soumises à une réglementation spécifique afin de garder la stabilité de l'appareil financier.

Le tableau ci-dessous compare la productivité des principales banques coréennes, par rapport aux autres banques internationales. Ainsi, et d'après la lecture de ce tableau, le capital des quatre plus grandes banques coréennes représente un cinquième du capital des banques américaines, britanniques et françaises et un huitième de celui des banques japonaises. Mais les banques coréennes emploient relativement moins de salariés, ce qui fait que les ratios du capital et d'actifs par employé ne sont pas inférieurs à ceux des banques américaines et britanniques. Toutefois, le profit par employé pour les banques coréennes est inférieur à celui des banques américaines, britanniques et taïwanaises, ce qui prouve qu'il y a une relative faiblesse de la productivité des banques commerciales coréennes.

Tableau IV. 2. La productivité des quatre principales banques commerciales dans les pays développés

| | Nombre d'employés (en milliers) | Profit (en milliers de dollars) | Capital (en millions de dollars) | Actifs (en millions de dollars) |
|------------------------|------------------------------------|------------------------------------|-------------------------------------|------------------------------------|
| Corée | 7.6 | 28.4 | 0.3 | 4.8 |
| Etats-Unis | 13.4 | 54.4 | 0.2 | 3.2 |
| Grande-Bretagne | 12 | 37.7 | 0.1 | 2.9 |
| Allemagne | 10.2 | 39.3 | 0.4 | 12.3 |
| France | 13.1 | 18 | 0.3 | 6.5 |
| Japon | 20.2 | - 9.8 | 1.2 | 32.8 |
| Taiwan | 1.7 | 56.8 | 0.3 | 6.3 |
| Brésil | 3.7 | 6.1 | 0 | 0.6 |

Source : Park, Won-am (2000) : *op. cit.*, p. 79.

La faible rentabilité des banques coréennes est attribuée, selon Won-am. Park (2000), à leurs modes de refinancement et d'allocation des fonds prêtables. En effet, du côté du passif, les banques coréennes dépendent moins des dépôts collectés, mais plutôt de l'emprunt de la part de la Banque centrale. Ceci révèle la dépendance des banques commerciales coréennes vis-à-vis de la Banque centrale et témoigne du degré de régulation et d'orientation des prêts par les autorités monétaires, même en phase de libéralisation. Du côté de l'actif bancaire, la part des crédits accordés par les banques coréennes est relativement plus faible que celle des banques des pays développés. Néanmoins, la part de la liquidité et des dépôts auprès de la Banque centrale est plus importante que celle des autres pays. La part relativement importante de la liquidité et des dépôts auprès de la Banque centrale provient respectivement de la large circulation des chèques bancaires et de la formation de réserves obligatoires conséquentes auprès de la Banque centrale.

L'importance du secteur financier dans la réalisation de la croissance et du développement économique a été au début négligée en Corée. Toutefois, plus l'économie grandissait et que ses structures se complexifiaient, plus le rôle du système financier devenait important. En reconnaissance de l'importance du secteur financier dans le processus de croissance, un plan d'ouverture financière a été mis en place en Corée, dans l'espoir d'améliorer les performances de celui-ci. Ce plan a coïncidé avec les négociations pour intégrer l'OMC et l'OCDE. Dans les négociations avec l'OCDE, la Corée a été appelée à ouvrir son marché obligataire, à permettre l'entrée de prêts de l'extérieur ainsi que les fusions et les acquisitions de ses entreprises par des non-résidents. Pour préparer le terrain à une telle transition, le gouvernement a annoncé un plan de réforme du système de change en décembre 1994. Ce dernier a servi de guide aux délégués coréens pendant les négociations, à l'issue desquelles il a été légèrement modifié. La nouvelle version du plan modifié est le Plan de libéralisation des mouvements des capitaux et de l'ouverture de l'industrie financière, pour la période 1996-2000 ; l'annonce a été faite en septembre 1996. Selon le plan adopté, les non-résidents peuvent établir des firmes financières locales et pas seulement des filiales, et peuvent détenir plus de 50% du capital des institutions financières non bancaires. Les fusions-acquisitions, par des non-résidents, des institutions financières non bancaires ont aussi été permises.

Le gouvernement a également chargé une commission de mettre en place une structure réglementaire et une infrastructure adéquate pour les marchés financiers. De même, il a mis en place un plan de relance de la compétitivité de l'industrie financière en mai 1996.

Les politiques financières ont été conçues afin d'établir un mécanisme de contrôle monétaire indirect et d'alimenter la concurrence entre les institutions financières à travers l'ouverture financière. D'autres politiques ont introduit des mesures de réglementation prudentielle, la transparence dans l'établissement des comptes, la dissémination de l'information, le recouvrement des créances douteuses et l'adéquation avec les standards réglementaires. Ces mesures étaient reconnues comme indispensables à une bonne transition vers une totale libéralisation financière. D'autres mesures allant dans ce sens ont été entreprises, comme l'amélioration de l'infrastructure financière, la réglementation de l'appropriation des banques et la possibilité d'effectuer des fusions-acquisitions entre les banques commerciales.

Afin de mettre en exergue la spécificité de l'expérience coréenne, et dans un souci d'appuyer l'ossature théorique présentée dans le chapitre précédent, nous exposons dans ce qui suit les réformes entreprises en Corée, et qui ont préparé le terrain à une ouverture financière totale.

Dans le but de bâtir un système financier solide et fiable, le gouvernement coréen a d'abord tenu à jeter les fondations d'un environnement macroéconomique stable. En assurant l'indépendance de la Banque centrale, en introduisant un régime de change flexible à flottement libre, en instituant la transparence de ses établissements financiers et en assurant l'équilibre de ses finances publiques, le gouvernement coréen a choisi d'assainir ses fondamentaux économiques avant de passer à un régime de libéralisation financière totale. Par ailleurs, le *Financial Structure Improvement Act* de décembre 1997, qui a pour objectif d'inciter les institutions financières non viables à quitter le secteur, a obligé les institutions financières à se focaliser sur la bonne gestion de leurs activités, pour ne pas risquer la disparition pure et simple. En outre, les mécanismes de dissémination publique des informations relatives aux institutions financières ont aussi été révisés afin d'y introduire davantage de transparence. Celle-ci est nécessaire pour encourager les investisseurs locaux et étrangers. Parallèlement à cela, les autorités de supervision financières se sont focalisées davantage sur la régulation prudentielle des institutions financières, en exigeant, par exemple, qu'elles se plient aux standards internationaux en matière de capitaux propres et de fiabilité des

actifs financiers.

I.3.3 La libéralisation du compte capital

La Corée a toujours connu des déficits chroniques du compte courant ainsi qu'un taux élevé d'endettement extérieur jusqu'en 1985. Avec le manque de devises, le marché de change s'est souvent retrouvé avec un excès de demande de devises par rapport à l'offre. Ceci a amené une continuelle dépréciation du won. La Corée était donc un importateur de capitaux jusqu'au lancement de son programme de développement économique.

La principale caractéristique de la gestion des changes en Corée est qu'il n'y a pas eu de précipitation sur une ouverture et libéralisation du compte capital face à un manque et un besoin chronique de capitaux extérieurs. Les décideurs coréens se sont plutôt appuyés sur l'endettement extérieur pour pallier le manque de devises, plutôt que sur l'investissement direct étranger ou l'investissement de portefeuille.

Nous pouvons donc nous demander à cet égard, pourquoi la Corée n'a pas commencé par la libéralisation du compte capital, dans le cadre de la mise en place du processus de développement, afin de faciliter le financement extérieur. Premièrement, les dirigeants coréens ont surtout cherché à éviter les méfaits et inconvénients connus et « classiques » d'une libéralisation du compte capital, à savoir la fluctuation des capitaux, responsable de la fragilisation du système financier, ainsi qu'une appréciation du won préjudiciable au commerce extérieur. Deuxièmement, le gouvernement coréen n'avait aucune difficulté à s'endetter de l'extérieur, étant donné qu'il était confiant par rapport à son rôle prépondérant dans l'allocation des ressources, puisque les investisseurs étrangers étaient exclus des marchés domestiques de capitaux ainsi que de l'investissement direct.

Selon Won-am. Park (2000)¹, la déréglementation des transactions sur les devises a expliqué les importants surplus enregistrés au niveau de la balance courante à partir de 1986. Cela a contribué à l'allègement du problème de la dette extérieure. Les surplus du compte courant entre 1986 et 1989 ont aidé à la déréglementation des transactions en devises à bien des égards, comme les exigences administratives ou le recours au won dans les transactions internationales. La Corée a accepté l'article VIII du FMI en novembre 1988. La principale avancée enregistrée ensuite a été la mise en place du *Market Average Exchange Rate System*, au sein duquel les taux de change peuvent fluctuer librement dans une bande.

¹ Park. Won-am (2000) : *op. cit.*, p. 80.

La libéralisation du secteur financier et du compte capital s'est accélérée dans les années quatre-vingt-dix. Elle s'est caractérisée par l'annonce, d'une part, d'un projet en trois étapes pour la libéralisation de l'investissement direct étranger en 1993, et d'autre part, d'un plan quinquennal de réforme du système de change extérieur en décembre 1994. L'apogée de ces réformes des années quatre-vingt-dix a été certainement l'entrée de la Corée dans l'OCDE en 1996. L'OCDE voulait que la Corée libéralise l'entrée des prêts de l'extérieur, qu'elle permette aux non-résidents d'investir dans les obligations domestiques et qu'elle autorise des opérations de fusion-acquisition sur les firmes domestiques. Toutefois, les dirigeants coréens ont jugé bon de retarder la mise en place de ces mesures jusqu'à ce que la différence entre les taux d'intérêt domestiques et étrangers s'établisse à moins de 2% par an.

Du côté de la sortie des capitaux, des progrès significatifs ont été accomplis dans l'ouverture de l'investissement direct étranger et de l'investissement de portefeuille. Ce dernier, considéré par les décideurs politiques comme le responsable des fluctuations déstabilisatrices des capitaux, n'était permis que pour les entreprises et non pas pour les individus.

Le tableau 3 compare les degrés de libéralisation de cinq pays qui ont intégré l'OCDE à la même époque que la Corée.

Tableau IV. 3. Le taux d'acceptation selon le code de libéralisation de l'OCDE

| La moyenne de l'OCDE | Transactions courantes invisibles (en %) | Les mouvements de capitaux (en %) | Total (en %) |
|-----------------------------|---|--|---------------------|
| | 88(7)* | 89(10) | 89(17) |
| Corée | 82(10) | 55(41) | 66(51) |
| Mexique | 75(14) | 71(26) | 73(40) |
| République tchèque | 82(10) | 65(32) | 72(42) |
| Hongrie | 81(11) | 58(38) | 67(49) |
| Pologne | 79(12) | 56(40) | 65(52) |

Source : Park. Won-am (2000) : *op. cit.*, p. 81. Entre parenthèses, nombre d'articles non acceptés.

Ainsi, en 1996, le ratio d'acceptation pour les transactions courantes invisibles (mesuré par le nombre des articles acceptés par le code de libéralisation de l'OCDE pour les opérations courantes invisibles divisé par l'ensemble des articles) était très proche de celui de la moyenne de l'OCDE. Par contre, le taux d'acceptation selon le code de libéralisation des mouvements des capitaux est bien en dessous de la moyenne de l'OCDE.

I.4. L'expérience d'assainissement de l'environnement macroéconomique et du renforcement de la réglementation prudentielle

Nous pouvons analyser l'expérience coréenne de mise en place d'un système financier sain et solide en partant du travail de H. E. Kim (2003)¹, qui a repris en détails les activités d'établissement d'un environnement macroéconomique stable, l'amélioration de la transparence des institutions financières ainsi que l'instauration d'un système de réglementation prudentielle.

I.4.1. L'établissement d'un environnement macroéconomique stable

Si un pays désire profiter pleinement de l'ouverture financière totale, ses structures économiques de base doivent être adaptées et assez flexibles pour répondre à des chocs externes qui se traduisent par des sorties massives de capitaux. Il est donc important pour un pays donné de se doter d'un système financier solide, s'il veut passer le cap de la libéralisation financière externe sans dangers ni risques. Or, pour pouvoir bénéficier d'un système financier sain et solide, il faut avoir un environnement macroéconomique stable, avec une banque centrale indépendante et des moyens légaux de promotion et de mise en place de finances publiques saines et assainies.

a. Indépendance de la Banque centrale

C'est ce que semble comprendre le gouvernement coréen, qui a révisé l'article fondateur de la Banque centrale de Corée en décembre 1997, de sorte à la transformer en une organisation autonome, capable de conduire la politique monétaire d'une façon indépendante. Le comité responsable de la politique monétaire a lui-même subi des changements à cette date, pour assurer une prise de décisions neutre et libre de toute pression politique. Ainsi, le gouverneur de la Banque centrale est devenu le président de ce comité, qui a vu le nombre de ses membres passer de neuf à sept. De plus, tous les membres du comité sont devenus des membres permanents.

¹ Kim. H. E (2003) : « Institutional Development in the Korea Financial Sector Accompanying Globalization, and Its Economic Effects », *Institute for Monetary and Economic Research, The Bank of Korea.*

b. La politique fiscale

En ce qui concerne la politique fiscale, la Corée a hérité d'un déficit budgétaire en hausse, suite aux paiements des intérêts sur les fonds publics empruntés pour les restructurations financières postérieures à la crise. Cette augmentation du déficit est aussi due à une augmentation du budget du bien-être social (*social welfare budget*). Afin de parvenir à un équilibre fiscal avant 2003, le gouvernement coréen a proposé la « loi spéciale pour la solidité fiscale » (*Special Act for Fiscal Soundness*) en janvier 2001. Cette loi prévoit la soumission à l'Assemblée nationale d'un plan de moyen terme de trois ans. Le trait principal de ce plan est le resserrement des conditions quant aux rallonges budgétaires et la restriction du recours aux recettes supplémentaires. Néanmoins, cette loi n'a jamais été adoptée. A la place, le gouvernement a décidé d'inclure, en juin 2001, non seulement le budget du gouvernement central, mais aussi les budgets des gouvernements locaux dans son budget consolidé. Ce changement a eu lieu en 2003 afin de se hisser au niveau des standards internationaux concernant la transparence fiscale.

c. Le régime de change

En décembre 1997, le gouvernement coréen a complètement aboli ses interventions limitant les fluctuations quotidiennes du taux de change. Il a adopté, à la place, un système de taux de change flexible, permettant au won de fluctuer selon l'offre et la demande sur le marché des changes. Le nouveau système permet au taux de change de mieux refléter les fondamentaux économiques, par rapport à la situation qui prévalait avant la survenance de la crise. Rappelons que pendant cette période, ce sont les autorités monétaires qui intervenaient sur le marché de change et qui limitaient les fluctuations du taux de change du won par rapport aux autres monnaies. Il est à noter que ces pratiques n'ont pas été totalement abandonnées, même après l'instauration d'un régime de change flexible. En effet, les autorités monétaires coréennes continuent à intervenir, selon les conditions, pour réguler d'une façon ponctuelle l'offre et la demande de devises sur le marché.

I.4.2. Amélioration de la transparence des institutions financières

L'amélioration de la discipline du marché et du rendement du système financier nécessite la dissémination des informations et la transparence des données relatives aux acteurs y participant. Or, avant la survenance de la crise, la Corée ne disposait pas d'un système de dissémination des informations conforme aux standards internationaux. Ainsi, elle a procédé,

juste après l'épisode des crises, à l'adoption de mesures spécifiques à l'amélioration de la transparence et à la promotion de la gouvernance d'entreprise au sein des institutions financières. C'est à cet effet qu'en octobre 1998, les « normes de divulgation des informations relatives à l'industrie financière » (*Financial Industry Disclosure Standard*) ont été établies afin d'améliorer la gestion de la dissémination des informations de plusieurs manières. Premièrement, l'étendue des exigences de divulgation des informations s'est élargie pour contenir toutes les catégories d'institutions financières, y compris les banques étrangères, les fonds d'investissement, les OPCVM, etc. Deuxièmement, la gestion de la divulgation des informations a été classifiée selon deux types : la dissémination régulière et la dissémination *ad hoc*, avec l'objectif d'avoir un système de divulgation régulière conforme aux normes comptables internationales. Troisièmement, les compagnies financières ont été appelées à publier, deux fois par an, des informations les concernant, au lieu d'une seule fois par an auparavant. Pour les banques, la fréquence exigée est de quatre fois par an. Même les méthodes de dissémination ont été diversifiées pour comprendre les outils électroniques comme Internet. Quatrièmement, les sanctions pour manquement ou fraude au niveau de la divulgation des informations relatives à l'institution ont été renforcées. Si une institution financière déclare de fausses informations ou oublie d'en déclarer, elle sera passible de sanctions réglementaires. Cinquièmement, un audit externe des institutions financières est rendu obligatoire, dans un souci d'améliorer la confiance dans la gestion de la divulgation des informations.

Si le but de la dissémination des informations par les institutions financières est de fournir des données utiles et fiables pour les opérateurs économiques, les états financiers doivent inspirer confiance et le système comptable doit être amélioré, de sorte à correspondre aux normes internationales. Dans ce contexte, la Corée a introduit un système de *marché à marché* en novembre 1998 et a changé les bases d'évaluation des actions des institutions financières de leurs propres appréciations à leurs vraies valeurs de marché. De même, les exigences de constitution de provisions pour les éventuelles pertes sur les crédits octroyés ou les provisions pour d'éventuelles dévaluations d'actifs financiers sont passées de provisions partielles à provisions totales à 100%, afin de correspondre aux standards internationaux.

La gouvernance d'entreprise au sein des institutions financières a été à son tour renforcée, afin d'améliorer la transparence de leurs mécanismes de gestion. En janvier 1997, le « système du directeur externe » (*Outside Director System*) a été adopté par les banques, avec l'exigence que plus de la moitié de leurs directeurs soient externes. Toutefois, ce « système du

directeur externe » à lui seul semblait insuffisant pour la mise en place d'une gestion transparente et efficace. Ainsi, à partir de janvier 2000, il est devenu obligatoire pour les banques de mettre en place des « comités d'audit », dont les deux tiers des membres sont des directeurs externes. Les banques ont été aussi invitées à instaurer des normes internes et une réglementation spécifique à la protection des investisseurs. Le strict respect de la loi et de la réglementation en vigueur a été aussi demandé aux banquiers ainsi qu'à leurs employés dans l'accomplissement de ces tâches. En même temps, un agent de coordination devait être posté dans chaque banque, afin de rendre compte au « comité d'audit » des éventuelles transgressions des règlements ou des cas de non-respect des normes internes.

I.4.3. La mise en place d'un système de réglementation prudentielle

Avec la globalisation financière, le marché financier coréen s'est exposé à des chocs de nature externe, comme l'afflux ou le reflux massif de capitaux étrangers. Pour faire face à ce risque, le gouvernement coréen a commencé à s'intéresser de plus en plus à la réglementation prudentielle, afin de bien gérer les risques pris par les institutions financières du pays. Ainsi, les exigences des ratios de fonds propres recommandés par les accords de Bâle ont été respectées ; la classification des actifs a été révisée de sorte à respecter les normes internationales ; et des « mesures correctives » (*Prompt Corrective Action*) ont été introduites dans le système réglementaire de supervision des institutions financières en 1997.

a. Le renforcement de la régulation prudentielle

Dans l'objectif d'instaurer une régulation efficiente et afin de disposer d'un regard d'ensemble sur tout le système financier, les autorités financières coréennes ont renforcé les dispositifs de réglementation prudentielle. Ainsi, en 1998, les institutions financières ayant un ratio de capitaux propres inférieur à 8% étaient appelées à assainir leur situation et à améliorer leurs structures financières. A partir de 1999, la méthode de calcul de ce ratio des capitaux propres a changé, pour correspondre davantage aux standards internationaux : par exemple, l'évaluation des valeurs mobilières des institutions financières sur la base de leurs valeurs de marché, et la nécessité de constituer des provisions de pertes sur crédit à hauteur des deux tiers des capitaux engagés.

En décembre 1999, il y a eu l'introduction de nouveaux critères d'évaluation des risques de crédit auxquels les institutions financières sont susceptibles de faire face dans la gestion de leurs actifs. L'adoption de ces nouveaux critères a aidé à limiter les créances douteuses et à améliorer la robustesse et la fiabilité des institutions financières coréennes. Ainsi, outre les détails sur les règlements antérieurs des transactions financières par l'emprunteur potentiel, il y a eu aussi la prise en compte de ses capacités effectives de remboursement du crédit demandé. Par conséquent, les banques évaluent leur clientèle en fonction de trois critères :

- * La capacité de remboursement du demandeur du crédit.
- * Son degré de solvabilité.
- * La conformité avec le calendrier de remboursement.

Par ailleurs, les institutions financières classifient la fiabilité de l'actif en question (le prêt) selon cinq degrés (ici par ordre croissant de risque) : actif normal, actif nécessitant la précaution, sous actif, actif douteux et actif estimé perdu. Les exigences de constitution de provisions ont été actualisées de sorte à correspondre à la nouvelle classification des actifs par fiabilité. Ainsi, les institutions financières doivent constituer 0,5% des actifs normaux, 2% des actifs nécessitant la précaution, 20% des sous actifs, 50% des actifs douteux et 100% des actifs estimés perdus comme provisions pour perte d'actifs¹.

b. L'adoption du système des mesures correctives (Prompt Corrective Action)

En avril 1998, le gouvernement coréen a promulgué la « loi sur la restructuration de l'industrie financière » (*Financial Industry Restructuring Act*). Il a aussi adopté un « système de mesures correctives » visant à instituer une vue d'ensemble des institutions financières et ainsi à prévenir leur insolvabilité. Le système des mesures correctives s'attache à renforcer la robustesse et la solidité du système financier en facilitant le retrait des institutions financières insolubles du marché, et en remettant de l'ordre dans les institutions donnant des signes d'insolvabilité.

Avant l'adoption du système des mesures correctives, les autorités de régulation coréennes suivaient un « système de conseil de gestion » (*Management Improvement Guidance System*) comme moyen de garder une vue d'ensemble des institutions financières. Néanmoins, ce système n'était pas efficace parce qu'il ne lui revenait pas de prendre des mesures correctives, comme l'annulation des licences d'exploitation, ou d'ordonner des changements

¹ Kim, H. E (2003) : *op. cit.*, p. 12.

dans les procédures de gestion des institutions défailtantes. Ce genre de décisions incombait aux autorités. Avec le *Prompt Corrective Action System*, la régulation bancaire coréenne s'est libérée de la discrétion des autorités, pour appliquer un contrôle basé sur des critères bien définis dictés par le Comité de Bâle. Le domaine de compétence du *Prompt Corrective Action System* s'étend à toutes les catégories d'institutions financières du pays, contrairement au système antérieur.

I.5. Les causes et manifestations de la crise coréenne de 1997

La crise survenue en Corée a surpris les observateurs économiques, même les plus avertis. En effet, les résultats économiques en termes de croissance et d'évolution de la production et des exportations industrielles ne laissaient pas présager que ce pays pourrait connaître une crise d'une telle ampleur. Il est donc légitime de se demander si la crise qui a eu lieu dans toute la région du Sud-Est asiatique en 1997 a révélé des dysfonctionnements d'ordre structurel, c'est-à-dire des dysfonctionnements latents mis en évidence par la crise, ou s'il s'agissait d'une crise du système financier international ayant amplifié des problèmes déjà existants.

I.5.1. Les manifestations de la crise

Avant 1997, la croissance économique enregistrée dans toute la région du Sud-Est asiatique avoisinait les 8% pendant la décennie quatre-vingt-dix. Pour illustrer le boom économique qu'a connu la région, nous pouvons citer l'exemple de la Corée, où le revenu par habitant a décuplé en 30 ans. Cette réussite se manifeste aussi si nous nous référons à d'autres indicateurs moins « économiques », comme l'espérance de vie qui est passée de 57 ans en 1970 à 68 ans en 1995, ou le taux d'alphabétisation qui est passé de 73% à 91%. De plus, la réussite économique fut quasiment totale, puisque les bénéfices de cette embellie furent partagés d'une façon plus ou moins égalitaire entre les populations. En Indonésie par exemple, la part de la population vivant sous le seuil de pauvreté est tombée de 60% (taux enregistré pendant les années soixante) à 15% en 1996. Les économistes de l'époque ont attribué cette réussite aux plans de développement mis en place et dirigés par les autorités politiques et axés sur la promotion de l'exportation de la production industrielle.

La croissance asiatique en général s'est fondée durant les années quatre-vingt-dix sur des financements externes, après la mise en place des réformes du début des années quatre-vingt, succédant à une époque où l'épargne locale était la ressource de base. En effet, comme il est mentionné plus haut, la stratégie d'industrialisation de la Corée était basée sur la stimulation des *chaebols*, qui transformaient l'épargne des ménages en investissement dans de nouvelles productions exportables. Comme résultat de cette stratégie, l'économie coréenne était dominée, en 1997, par de grandes entreprises (les *chaebols*) qui présentaient des taux d'endettement élevés, particulièrement auprès du secteur bancaire¹. A titre d'exemple, en Thaïlande, en Corée et en Malaisie, les créances des banques sur le secteur privé ont atteint 140% du PIB en moyenne en 1996². En outre, l'afflux des capitaux de court terme à partir du début des années quatre-vingt-dix a largement transité par les systèmes bancaires locaux. Ces capitaux ont représenté jusqu'à 10% du PIB thaïlandais par exemple.

Les premières manifestations de la crise remontent à janvier 1997, avec la faillite du *chaebol* coréen Hanbo Steel. Ensuite, il y a eu la chute du prix de l'immobilier en Thaïlande à partir de la fin de l'année 1996, provoquant une situation de cessation de paiement en février 1997. C'est ce qui a obligé le gouvernement thaïlandais à laisser flotter le baht en juillet 1997, alimentant un sentiment de suspicion générale dans toute la région. A partir de la mi-1997, la tendance à l'afflux des capitaux étrangers s'est inversée, provoquant notamment une chute des monnaies locales de 20% en septembre.

Selon S. Radelet et J. Sachs (1998)³, le déroulement de la crise a suivi plusieurs étapes. Initialement, les créanciers étrangers qui étaient à l'origine de l'afflux des capitaux début 1990 ont anticipé la propagation des difficultés qu'a connues la Thaïlande sur toute la région. Il s'est donc ensuivi une dépréciation des taux de change qui a dissuadé les créanciers étrangers d'accorder de nouveaux prêts. Les débiteurs locaux ont été contraints de trouver des devises afin de rembourser leurs dettes, ce qui a accru les mouvements sur le taux de change. Ces débiteurs, qui ne se sont pas couverts contre le risque de change, ont subi des pertes substantielles qui ont affaibli leurs positions. Les agences de notation ont incité indirectement le retrait des créanciers, en détériorant la notation des économies de la région. La stratégie poursuivie par les gouvernements n'a pas restauré la confiance des créanciers, qui ont réalisé

¹ Baliño. T. J. T et Ubide. A (1999) : « The Korean Financial Crisis of 1997-A Strategy of Financial Sector Reform », *IMF Working Paper*, N°28, p. 20.

² Geoffron. P et Plihon. D (1998) : « La corrosion financière des modèles industriels asiatiques », *Revue d'économie industrielle*, N°86, p. 109.

³ Radelet. S et Sachs. J (1998b) : « The East Asian Financial Crisis : Diagnosis, Remedies, Prospects », *Harvard Institute for International Development* cité dans Geoffron. P et Plihon. D (1998) : *op. cit.*, p. 110.

que la contraction économique qu'a connue la région était finalement plus forte que prévu. Cela a accéléré la fuite des capitaux privés.

P. Geoffron et D. Plihon (1998) notent que la différence entre la crise asiatique de 1997 et la crise de la dette des années quatre-vingt ou celle du peso de 1994-1995 réside dans le fait que la politique fiscale et la dette publique n'ont pas causé la fragilisation des économies asiatiques. Les auteurs ont plutôt imputé la responsabilité de la crise à un boom de l'investissement privé et à un afflux de capitaux externes suite à la réforme du début des années quatre-vingt-dix. C'est l'Etat qui était le principal « coupable » pour le cas de la crise du peso où il était solvable mais illiquide, et non pas le secteur privé comme dans les cas asiatiques. Cette différence est importante, puisqu'elle renseigne sur la présence de manifestations spécifiques pour les cas asiatiques, comme la formation de bulles spéculatives sur les marchés de capitaux et de l'immobilier.

I.5.2 Les causes de la crise

Il y a, en fait, deux explications distinctes quant à la survenance de la crise dans toute la région du Sud-Est asiatique en 1997. Une première approche privilégie une interprétation en termes de panique financière pure, à laquelle adhèrent S. Radelet et J. Sachs (1998). Une seconde approche prône une interprétation « fondamentaliste » quant aux causes de la crise. C'est l'idée défendue par P. Krugman (1998). Néanmoins, P. Geoffron et D. Plihon (1998) notent que les deux explications ne sont pas forcément incompatibles, puisqu'une combinaison des deux mécanismes a provoqué la crise. Selon P. Krugman (1998), il s'agit d'une crise de fondamentaux ; c'est-à-dire qu'elle est essentiellement due à des facteurs relevant de la sphère « réelle ». Cette crise ne peut être ni expliquée ni analysée en recourant aux modèles de la première ou de la deuxième génération. En effet, contrairement aux modèles de la première génération, la crise asiatique n'a pas pour origine, selon P. Krugman (1998), des déficits budgétaires et ne serait pas liée, comme le stipulent les modèles de deuxième génération, à une perte de crédibilité des politiques économiques. L'origine de la crise, selon lui, serait liée à l'évolution des structures financières. Les tenants du « fondamentalisme », au-delà de l'analyse de P. Krugman (1998), considèrent que la crise était le produit de déficits commerciaux croissants financés par l'accumulation de dettes de court terme libellées en devises étrangères et sans couverture du risque de change (d'où un cercle vicieux de dévaluations compétitives), d'un investissement abusif dans des projets risqués et à faible productivité, d'un surendettement et d'un surengagement dans la sphère financière en raison

d'aléas de moralité et d'une garantie implicite et explicite des gouvernements.

Quant à S. Radelet et J. Sachs (1998), ils privilégient l'hypothèse de la panique financière. Ils considèrent que la survenance de la crise est principalement due à l'afflux de capitaux étrangers volatils et vulnérables à des comportements de panique. Les déséquilibres macro ou microéconomiques dans ces pays n'expliquent pas à eux seuls l'étendue et l'ampleur de la crise. La panique s'explique par la spécificité des créditeurs, des erreurs d'appréciation en matière de politique par les autorités locales et donc l'inadéquation des plans de sauvetage par les institutions financières internationales. S. Radelet et J. Sachs (1998) n'accusent pas particulièrement le cadre institutionnel des opérations financières, ni les garanties implicites et explicites accordées aux apporteurs de capitaux. « *La conviction principale de Radelet et Sachs est que les marchés internationaux de capitaux sont soumis au risque de crises auto-entretenuës dans lesquelles les créditeurs individuels peuvent agir rationnellement tout en suscitant des retournements de flux de capitaux qui ne sont pas justifiés par les évolutions fondamentales.* »¹

Toujours selon P. Geoffron et D. Plihon (1998), les raisons de la crise asiatique tiennent à des facteurs de vulnérabilité dans l'architecture des structures financières nationales et aux modalités du *corporate governance*.

a. L'inadéquation des réformes financières

La libéralisation financière entreprise dans les pays du Sud-Est asiatique a été le produit d'une pression exercée par les pays développés, notamment dans le cadre du GATT. Ces mouvements de libéralisation financière ont été mis en place parallèlement à une libéralisation commerciale, accompagnées par une forte croissance et une hausse des profits et des prix des actifs patrimoniaux. Ces mutations n'ont pas été seulement entreprises sous la pression des pays développés, puisque la nécessité de diversifier les risques et d'attirer les flux d'IDE a incité ces derniers à internationaliser leurs marchés financiers locaux. P. Geoffron et D. Plihon (1998) considèrent que cette libéralisation a exacerbé la concurrence entre les institutions financières locales, les poussant à prendre plus de risques dans leurs opérations de choix des projets à financer. L'expérience de libéralisation financière asiatique s'est aussi teintée de laxisme, de la part des autorités de supervision, par rapport aux nouvelles firmes financières non bancaires, ce qui a contribué à accroître la concurrence sans aménagement des

¹ Geoffron. P et Plihon. D (1998) : *op. cit.*, p. 113.

prérogatives prudentielles ni préparation du cadre législatif et réglementaire adéquat. La conduite de ces politiques de déréglementation a donc provoqué la fragilisation des systèmes financiers asiatiques¹. La libéralisation financière qui a permis l'afflux des capitaux sans prévention préalable a engendré une recrudescence des investissements, qui ont favorisé la formation de bulles financières et immobilières. Celles-ci ont gonflé la valeur des garanties déposées auprès des banques en contrepartie des prêts octroyés, ce qui a généré une situation de fragilisation financière et une surexposition des banques au risque.

b. *L'incompatibilité de la forme de corporate governance asiatique avec l'apport des capitaux externes*

La Corée et la plupart des pays du Sud-Est asiatique ont un mode de *corporate governance* basé sur les relations de clientèle entre l'entreprise et la banque. Ce modèle se caractérise par une forte concentration du capital, qui est associée à une faiblesse de la protection légale et réglementaire contre les *insiders*. Les entreprises asiatiques sont donc détenues et dirigées par des majorités à caractère familial, ce qui est favorable à la concentration des risques. La deuxième caractéristique du mode de *corporate governance* asiatique est l'absence de rigueur et de discipline du marché, du fait de la participation des banques dans le capital des firmes, ce qui favorise l'accumulation des risques. Ce système était donc mal adapté pour accueillir des capitaux externes en raison de la faiblesse, voire de l'absence d'infrastructure institutionnelle adéquate. A cet égard, P. Geoffron et D. Plihon (1998) notent : « *Il apparaît ainsi que le cadre institutionnel était particulièrement inadapté pour accueillir des capitaux issus du monde du corporate governance marchand. Pour cette raison, les investisseurs étrangers ont déployé leurs engagements sur le court terme principalement, dans la mesure où ils ne disposaient pas de sécurité permettant de garantir leurs apports sur un plus long terme.* »²

Par cette citation, nous arrivons à la raison qui incite à évoquer le cas de l'ouverture financière à la coréenne et à la prendre comme exemple pour le cas des PSM, objet de cette étude. Le but était de « défendre » l'idée véhiculée dans le chapitre précédent, à savoir la nécessité d'adopter une démarche *intégrée* de la libéralisation financière, une démarche par étapes certes, mais aussi intégrée et complète. La cause de la survenance de la crise pour le cas de la Corée fut, comme nous venons de le voir, un relâchement brusque de la marche

¹ *ibid.*, p. 114.

² *ibid.*, p. 116.

prudentielle suivie au départ du processus de passage à la libéralisation du compte capital, bien que toutes les autres conditions fussent satisfaites. La Corée bénéficiait d'un taux de croissance élevé et d'un système financier et bancaire qui était largement modernisé ; les déficits courants et budgétaires étaient maîtrisés. De plus, les autorités ont procédé par étapes dans le processus d'ouverture, et même avec la libéralisation, elles ont gardé un certain degré de protectionnisme financier en instaurant un régime de contrôles de capitaux, avant d'accélérer la cadence des réformes sous la pression des IFI et des Etats-Unis.

Le cas de la Chine, le deuxième pays dont nous étudions l'expérience dans ce chapitre, est différent. Ce pays n'a pas subi les retombées de la crise qui a secoué la région, non seulement parce qu'il a poursuivi une démarche intégrée d'ouverture financière, mais aussi pour d'autres raisons, pour le moins « originales », que nous étudions dans la section suivante.

II. L'expérience chinoise d'ouverture financière

L'expérience chinoise en matière de libéralisation financière représente un cas particulier à bien des égards. Premièrement, par la nature du régime politique chinois qui a précédé les réformes entreprises. En effet, et comme nous le montrerons, le régime chinois était un régime communiste de type léniniste, basé sur une économie planifiée qui ne laissait pas de place à l'initiative privée et qui ne faisait pas confiance aux forces du marché. Deuxièmement, par la nature de la transition vers l'économie de marché. Les réformes économiques et financières en Chine n'ont été accompagnées ni par des réformes institutionnelles, ni par une restructuration de l'infrastructure légale du pays. Paradoxalement, ceci n'a pas eu un effet négatif ou retardateur quant aux implications de ces réformes qui ont été somme toute réussies. Dans ce qui suit, nous exposons l'état de l'économie chinoise d'avant 1978, date du début des réformes, pour bien souligner la particularité du point de départ de la Chine. Ensuite, nous montrons l'étendue et la manifestation des réformes entreprises, avant d'évoquer les manifestations du succès de ces dernières et ce, malgré des contradictions d'ordre institutionnel représentant ce qu'on a appelé le « paradoxe chinois ».

II.1. Le paysage économique et financier chinois d'avant les réformes

L'Etat chinois était le responsable et le gérant de la vie économique du pays avant les réformes entamées en 1978. Ainsi, les activités et les décisions d'investissement étaient soigneusement planifiées en fonction des besoins de l'économie, sans faire intervenir le jeu de la confrontation de l'offre et de la demande des besoins de financements sur un marché. Les

banques d'Etat agissaient comme des agents comptables, accaparant le monopole de la réalisation des différentes transactions financières et monétaires dans l'économie¹. Pour ce qui est de la gestion des changes, la Chine a pratiqué, avant 1979, un système concentré de gestion des devises. Ainsi, tout agent économique disposant de revenus en devises était obligé de les convertir en monnaie locale, le renminbi. L'usage des devises étrangères à des fins d'importation, d'investissement ou autres se faisait selon une planification centralisée nationale².

A la fin de l'ère maoïste, le système financier chinois était essentiellement calqué sur le système monobanque de type soviétique qui gérait les fonds des entreprises étatiques et accessoirement collectait des dépôts auprès des ménages. Ces fonds collectés étaient employés dans le financement des investissements de l'industrie lourde, selon une planification étatique établie à l'avance. La Banque populaire de Chine ne se souciait pas d'instaurer un climat de concurrence parmi les emprunteurs et les créditeurs, n'évaluait pas l'aptitude des entreprises étatiques à rembourser les crédits contractés et ne surveillait pas l'activité des firmes, sauf pour vérifier si elles suivaient la démarche et le planning déjà mis en place par le ministère du Plan. Par essence, la Banque populaire de Chine agissait comme une extension de l'Etat planificateur au niveau du système financier. Par ailleurs et comme la plupart des pays en développement, l'économie de la Chine d'avant les réformes n'était pas très monétisée. C'est une caractéristique de l'économie chinoise appuyée par le principe de l'autosuffisance de Mao³. Ainsi, l'épargne rurale et urbaine combinée est passée simplement de 1,5 point du PNB à 7 durant la période 1952-1978.

Après la mort de Mao Tsé-toung en 1976, et l'accès au pouvoir de son successeur Deng Xiaoping, une série de politiques de réformes ont été lancées par ce dernier. Des réformes entreprises dès décembre 1978 et qui ont touché aussi bien le secteur économique que le secteur financier. L'objectif de ces nouvelles politiques était la préparation de l'instauration d'une économie de marché, où le secteur privé commencerait à se substituer à l'Etat dans quasiment tous les domaines de la vie économique.

¹ Li. K-W, Liu. T (2001) : « Financial Liberalization and Growth in China's Economic Reform », *The World Economy*, Vol. 24, N°5, p. 674.

² Wenjun. L (2004) : « Capital Account Liberalization in China », *The Chinese Economy*, Vol. 37, N°1, p. 87.

³ Cargill. T-F et Parker. E (2001) : « Financial Liberalization in China : Limitations and Lessons of the Japanese Regime », *Journal of the Asia Pacific Economy*, Vol. 6, N°1, p. 7.

II.2. Présentation des réformes entreprises en Chine après 1978

La transition d'une économie planifiée de type soviétique à une économie de marché a nécessité un renouveau des institutions, voire la mise en place de nouvelles institutions qui n'existaient pas auparavant. Néanmoins, le souhait du Parti communiste chinois de maintenir un pouvoir de monopole politique a empêché partiellement l'émergence d'un nouveau pouvoir pour les gouvernements locaux. Il a négligé aussi le rôle de la loi dans l'organisation de la société chinoise. Malgré cela, avec le changement d'idéologie conséquent au changement entrepris à la tête du régime (avec l'arrivée au pouvoir de Xiaoping), la Chine a connu une mise en place graduelle d'institutions légales, une décentralisation des institutions politiques, une croissance rapide du secteur privé et une amélioration de l'état des marchés financiers.

II.2.1. Les réformes des entreprises d'Etat chinoises

Si nous souhaitons faire le bilan des réformes chinoises trente années après leur amorce, nous remarquons que celles qui concernent les entreprises étatiques chinoises (EEC) demeurent parmi les plus épineuses, selon B. Chen et Y. Feng (2000)¹. A partir de 1978, la restructuration des EEC a été adoptée par le gouvernement chinois comme représentant le cœur des réformes économiques. L'originalité de l'approche chinoise dans cette restructuration réside dans le fait que le gouvernement chinois n'a pas recouru d'une façon systématique à la privatisation de ces entreprises, mais plutôt à une attribution de davantage d'autonomie dans les prises de décisions managériales pour leurs dirigeants. Au début des années quatre-vingt, une étape supplémentaire a été franchie dans le processus réformateur. Il s'agit de l'établissement du système de responsabilité contractuelle (SRC) et de l'actionnarisation² des entreprises, dans une tentative des autorités chinoises de les rajeunir. L'idée centrale du SRC était de garantir une autorité managériale aux EEC, ainsi que leur soumission aux lois de partage du profit. Le dessein de l'établissement de ce système était d'introduire une forme d'incitations et de motivations d'ordre financier (et donc d'introduire la notion de profit et de gain matériel), tout en gardant l'autorité et la propriété étatique. L'actionnarisation des EEC correspond à une ouverture de leur capital et à leur conversion en des sociétés à responsabilité limitée, avec l'objectif de préserver leur gestion de l'interférence étatique. L'expérience de l'actionnarisation a débuté en 1984, et a été suivie à petite échelle

¹ Chen. B et Feng. Y (2000) : « Determinants of Economic Growth in China : Private Enterprises, Education, and Openness », *China Economic Review*, Vol. 11, N°1, p. 10.

² Le terme original est « *Corporatization* ».

jusqu'en 1991, date de création des deux grandes bourses chinoises de valeurs mobilières qui ont contribué à l'essor, au développement et au déploiement de cette expérience à une large échelle. En 1997, le 15^e congrès du Parti communiste chinois a adopté et introduit la stratégie du « traitement différentiel » dans la réforme des EEC. La philosophie de cette stratégie était de « protéger le grand et d'agrandir le petit ». Les petites EEC ont été appelées à trouver leurs propres solutions sans l'aide du gouvernement central. La caractérisation de ce fait était la détention par le gouvernement, en 2001, de seulement 60% des firmes qu'il détenait en 1996.

Nous voyons donc bien que la première des réformes dans la transition chinoise, à savoir la réforme des entreprises d'Etat, était basée sur le gradualisme et la procédure par étapes. Ceci s'explique par le fait que les dirigeants chinois avaient conscience du poids de ces entreprises dans le paysage économique du pays et donc de la difficulté, voire de la sensibilité, de les réformer. Par la procédure par étapes, les responsables chinois ont su opérer une transition réussie et avec de moindres heurts, assurant même une amélioration de leur efficacité en substituant les bureaucrates gouvernementaux par des gestionnaires indépendants.

II.2.2. L'émergence du secteur privé

La principale caractéristique d'une économie de marché est que les individus y détiennent les moyens de production et par conséquent un pouvoir de propriété, contrairement à une économie planifiée où c'est l'Etat qui dispose de ce pouvoir. L'une des transformations majeures vécues par la Chine a été d'octroyer le droit à la propriété aux individus, et donc de favoriser l'émergence d'un secteur privé qui était faible, restreint et marginalisé avant 1978. Ce nouveau secteur privé a été le fer de lance de la vaste période de croissance qu'a connue le pays tout au long des deux dernières décennies¹.

Une première forme de privatisation était connue sous le nom de « *modèle de Wenzhou* ». La caractéristique de ce modèle est qu'il est basé sur l'accumulation du capital dans le cadre familial ou suivant l'affiliation géographique des petites entreprises. Vers la fin des années quatre-vingt, des lois spécifiques ont été promulguées concernant le partage du capital des entreprises. Ces lois ont permis à ces entreprises de définir des droits de propriété pour la première fois et de distinguer les parts privées des parts publiques, ce qui a amené à une privatisation de fait dans quelques secteurs d'activité. A partir de 1992, les entreprises

¹ Bai. C. E, Lu. J et Tao. Z (2006) : « The Multitask Theory of State Enterprise Reform », *American Economic Review*, Vol. 96, N°2, p. 353.

avaient la possibilité de se convertir dans des structures à responsabilité limitée, en même temps que la « loi sur les entreprises » avait été soumise à consultation au sein du Congrès populaire national chinois à Pékin. L'application de cette loi n'a commencé qu'en 1994.

La protection des droits des investisseurs est de nature à créer des incitations à l'accumulation du capital et à promouvoir la croissance économique¹. Comme nous l'avons déjà mentionné, la « loi sur les entreprises » de 1994 a amélioré les droits de propriété en établissant la firme comme une entité qui détient ses propres actifs. Un autre pas a été franchi en 2000, suite à la privatisation et à la confirmation des droits de propriété privée. Il s'agissait d'une réforme entamée par les autorités provinciales visant à réduire les parts du public dans les entreprises à moins de 50% et à donner à la place, la priorité aux entrepreneurs privés pour détenir la majorité des parts dans les entreprises locales. Néanmoins, il faut noter que l'application de la « loi sur les entreprises » et l'appui aux entreprises privées diffèrent d'une région à une autre : la privatisation et la reconnaissance des droits de propriété sont les produits de décrets politiques locaux qui suivent la législation nationale.

Il faut retenir le gradualisme de cette marche vers l'instauration d'un mouvement de privatisation en Chine après la mise en place des réformes de 1978. Le processus a été mené par étapes. L'introduction des droits d'usage à la reconnaissance des individus comme propriétaires du capital d'une part, et des droits collectifs à l'établissement des firmes comme des entités propriétaires légales de leurs actifs d'autre part, témoigne de cette démarche. La vitesse de mise en place et d'application de ce processus était du ressort des autorités locales des Provinces chinoises.

II.2.3. La réforme de la politique budgétaire

A partir de 1979, le gouvernement central a mis en place une politique qui consiste à substituer la répartition du budget par l'Etat par une autre, qui se base sur le financement par prêts bancaires. En 1995, la nouvelle « loi du budget » a été appliquée. La nouveauté de cette loi est qu'elle interdit au gouvernement central d'emprunter auprès de la Banque centrale ; elle exige des gouvernements locaux qu'ils équilibrent leurs balances et restreint l'émission d'obligations ou l'emprunt auprès des marchés financiers. La loi de la Banque centrale de 1995 a réduit l'influence des gouvernements locaux sur la politique monétaire et les décisions d'allocation des crédits. En outre, la décentralisation a eu lieu en même temps que les

¹ Castro, R, Clementi, G. L et Macdonald, G (2004) : « Investor Protection, Optimal Incentives and Economic Growth », *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 119, N°3, p. 1166.

dépenses budgétaires ont été réallouées du gouvernement central vers les gouvernements locaux.

En 1980, un système de taxation sur les profits a commencé à remplacer le versement direct de profits à l'Etat. Toutefois, les mesures visant la réforme du système de taxation se sont avérées abusives et compliquées à mettre en œuvre. C'est ce qui explique l'évasion fiscale et la baisse des revenus de taxation qui en a résulté, à cause, entre autres, d'une décentralisation régionale des mesures fiscales¹. En 1994, la Chine a introduit des réformes fiscales majeures, qui ont contribué à sceller une nette distinction entre les taxes nationales et les taxes locales. Ces réformes ont empêché les gouvernements locaux de réduire les taxes nationales comme ils le faisaient auparavant, ce qui a apporté une solution relative au problème de l'évasion fiscale.

II.2.4. La restructuration financière

Au cours des deux dernières décennies, la Chine était l'une des économies ayant connu une croissance des plus rapides. Lardy. R (1998a) considère que la croissance en Chine est largement attribuée à l'expansion du crédit, qui était orientée vers les EEC, ainsi qu'à un mouvement des travailleurs ruraux de l'agriculture à l'industrie rurale². L'expansion du crédit est, par ailleurs, due à une réforme du système financier chinois dans toutes ses composantes, à savoir le secteur bancaire et les marchés des capitaux. Mais ce qui a fait la spécificité des réformes de la Chine, c'est qu'elles ont été adaptées à la réalité et aux caractéristiques propres du pays, contrairement au cas de la Corée, qui a fini par se conformer aux recommandations des IFI. Comme nous l'avons analysé lors de la section précédente, ce qui formait au départ le point fort de l'expérience coréenne d'ouverture financière, c'est qu'elle s'est appuyée sur une réglementation prudentielle et une supervision stricte et efficace. Le laxisme et le relâchement brusque de cette même réglementation ont fini par précipiter la survenance de la crise. La Chine n'a pas emprunté le même modèle de réforme et a toujours privilégié une démarche prudente. Ainsi, l'ouverture des banques commerciales a été progressive et n'a commencé qu'à partir du milieu des années quatre-vingt. D'un autre côté, l'ouverture des bourses de valeurs mobilières de Shanghai et de Shenzhen, ainsi que l'ouverture de la Chine aux banques étrangères, n'ont commencé qu'à partir du début des années quatre-vingt-dix. Il

¹ Blejer. M.I et Szapary. G (1990) : « The Evolving Role of Tax Policy in China », *Journal of Comparative Economics*, Vol. 14, N°3, p. 466.

² Lardy. N.R (1998a) : « China's Unfinished Economic Revolution », *Brooking Institutions*, Washington DC cité dans Cargill. T-F et Parker. E (2001) : *op. cit.*, p. 7.

en va de même pour l'autorisation de l'octroi des crédits immobiliers, à l'origine de crises financières, comme le démontre le contexte économique-financier dans lequel nous évoluons ces jours-ci. Ces autorisations n'ont été accordées aux banques qu'à partir de 1991. Les taux d'intérêt sont restés pour longtemps administrés et cette politique a épargné au pays les turbulences auxquelles ont été confrontées la Thaïlande, la Malaisie ou l'Indonésie (qui a enregistré une chute de 16% du PIB pour l'année 1991). Le contrôle des taux d'intérêt, décrié par les libéraux et autres partisans de la libéralisation financière totale, a permis d'éviter les afflux massifs de capitaux de court terme à des fins spéculatives qu'ont connus les autres pays voisins¹.

a. La réforme du secteur bancaire

Si nous nous référons aux standards internationaux, les marchés des crédits en Chine sont relativement larges par rapport aux autres pays en développement, voire par rapport aux pays développés. A titre d'exemple, la part des actifs des banques commerciales chinoises par rapport au PIB est plus importante que celle des banques américaines. Par contre, la part des crédits octroyés au secteur privé par rapport au PIB est plus petite que dans la majorité des pays en développement ou développés. Nous pouvons expliquer ce ratio par la nature du système économique en Chine, qui fut un système communiste où les entreprises privées ne jouissaient pas de la même importance et ne jouaient pas le même rôle économique que dans les autres pays où l'économie de marché constitue la référence. La réforme bancaire en Chine n'a commencé qu'en 1994, lorsque le gouvernement central a décidé de séparer les banques d'Etat des banques commerciales et d'établir trois banques étatiques de prêts et quatre banques commerciales spécialisées². Les réformes bancaires comprenaient l'établissement d'une banque centrale, la transformation des coopératives urbaines de crédit en banques commerciales (1996-1998), la permission donnée aux banques étrangères d'intervenir selon des modalités et des formules bien déterminées, l'autorisation d'établissement de banques commerciales non étatiques, la réduction de l'intervention de l'Etat dans le processus de distribution des crédits, la levée des contrôles sur les taux d'intérêt et le respect des normes comptables prudentielles internationales.

¹ Fouda. S et Saïdane. D (1998) : *op. cit.*, p. 5.

² Ce système était appelé le système des trois rangées, « *Three-tier system* ».

Bien que la mise en place de ces réformes fût perçue comme une petite « révolution » dans le paysage financier chinois, de sérieux problèmes et lacunes touchant le secteur bancaire chinois demeurent. Parmi ceux-ci, nous pouvons citer la large part des « mauvais » crédits (autrement dit les crédits risqués et présentant de faibles chances d'être remboursés, ce qui risque de fragiliser la situation des banques créancières), la poursuite de la politique de taux préférentiels aux entreprises d'Etat, le problème de la corruption et les abus de pouvoir des pourvoyeurs de crédits. Parmi tous ces problèmes, celui des prêts douteux des banques d'Etat demeure le plus épineux. Toutefois, l'entrée de la Chine dans l'OMC en 2001 a apporté son lot de changements pour le secteur bancaire. Ceci a induit la libéralisation des taux d'intérêt, la levée d'un grand nombre de restrictions sur la propriété des banques et l'attribution d'une plus grande liberté opérationnelle concernant leur gestion. Parmi ces réformes, nous dénotons celles qui représentent de véritables changements de culture et de mode de gestion, comme les mouvements de privatisation partielle avec ventes des parts de capital sur les marchés financiers et la concession de parts minoritaires à des propriétaires étrangers.

b. La création des marchés de capitaux

L'établissement d'une bourse des valeurs mobilières à Shanghai, en 1990, et d'une autre à Shenzhen, en 1991, a été initialement décidé dans un but de promotion de la réforme des entreprises d'Etat chinoises (EEC). Au début de l'année 1992, dix des multiples EEC ont eu l'autorisation de se restructurer sous forme d'entreprises à propriété partagée. En outre, en 1992, le gouvernement central a proposé des forces formelles de prise de décision, ainsi qu'une réorganisation des institutions régulatrices des marchés de capitaux. Néanmoins, parallèlement à ces mesures, les leaders locaux ont retenu une influence significative sur le processus d'entrée en bourse et l'application de la régulation du marché secondaire. D'autant plus que la participation illégale des institutions financières dans ces marchés (les banques d'investissement et les compagnies d'assurance) a exacerbé la situation. En 2000, l'autorité réglementaire centrale a consolidé ses pouvoirs, ce qui a coïncidé avec une réduction de l'influence du gouvernement local, avec un regain de confiance des investisseurs publics, ainsi qu'avec une rapide expansion des marchés de capitaux.

Le marché des obligations des entreprises est resté sous-développé en Chine, relativement au marché des actions et au marché des obligations étatiques. La première émission d'obligations par les entreprises date de 1986, et pendant une longue période, ces émissions ont été de faible ampleur, de même que certains échanges d'obligations ont été explicitement prohibés. Néanmoins, le marché des obligations des firmes a commencé à se développer et à acquérir de l'importance en tant que source probante de financement, dès que de nouvelles lois régulant les émissions sur ce marché ont été mises en place.

Il existe plusieurs raisons expliquant le retard de développement de ce type de marché. Premièrement, le processus d'émission d'une obligation privée est extrêmement lent, lourd et difficile¹. En effet, trois différents organismes doivent veiller à la conformité de l'émission. Parmi ces organismes, il y a la « *Commission de la planification du développement de l'Etat* ». Deuxièmement, l'entreprise émettrice doit avoir des garanties et autres recommandations de la part du gouvernement local et du ministère du secteur dans lequel elle opère. Troisièmement, le taux d'intérêt servi sur les obligations privées ne doit pas excéder 40% du taux d'intérêt créditeur pour la même échéance. Ce sont ces restrictions contraignantes sur les émissions des nouvelles entreprises non financières, ainsi qu'une insuffisance de la supervision, une fragilité de la structure réglementaire, une diversification réduite des types d'investisseurs et une faible liquidité, qui ont empêché le marché des obligations privées de jouer un rôle important dans l'économie.

Ceci étant, un progrès conséquent a été observé récemment, avec une prise de conscience de la part du gouvernement chinois de l'importance du marché des obligations privées dans les marchés des capitaux. Précisément, le droit d'émettre des obligations privées a été étendu des grandes EEC aux entreprises locales ; les contrôles sur la gestion des fonds ont été assouplis et les taux d'intérêt servis sur les obligations sont de plus en plus déterminés par les forces du marché.

II.2.5. Les réformes politiques

Avec la fin de la Révolution culturelle en 1977, la Chine a connu une période de renouveau politique, en même temps que les réformes économiques et institutionnelles mentionnées plus haut. Deng Xiaoping a mis en place sa théorie du « *socialisme avec la spécificité chinoise* », qui consiste à réinterpréter les anciens principes politiques qui régissaient le pays (comme l'application du dogme du communisme, la fermeture et le rejet

¹ Hasan. H, Wachtel. P et Zhou. M (2006) : *op. cit.*, p. 7.

de tout ce qui est étranger, l'auto-exclusion...) et à lancer subtilement des ajustements concernant le régime politique. A cet égard, le Parti communiste chinois s'est montré spécialement ingénieux dans la mise en place des réformes économiques, tout en maintenant la stabilité politique et sociale escomptée. Il faut avouer aussi que cette stabilité n'a pas été assurée sans certaines entraves aux principes démocratiques et au respect des libertés publiques.

Les rudiments du système légal ont été réintroduits en 1979 et les membres de la profession légale ont été réhabilités. La Chine a adopté aussi une loi manifeste pour protéger les brevets étrangers en 1984, comme faisant partie de ses réformes économiques et légales.

En même temps, le Parti a continué de proclamer que « *la dictature du prolétariat* » était toujours en place, et elle a continué effectivement à dominer la vie politique. Les réformes économiques ont été accompagnées par une recrudescence des délits économiques, comme les détournements de fonds et la corruption, qui ont été ardemment combattus par le régime communiste en place. Le régime répressif a restreint les opinions émanant des opposants aux réformes entreprises, et les tensions étaient tangibles entre le Parti communiste et les défenseurs d'une pluralité politique. Le Parti a continué à interdire les organisations des opposants à son pouvoir, à l'exception de la « *Conférence consultative politique* » qui n'est autre qu'une assemblée de tous les partis politiques de Chine, afin de porter conseil au Parti communiste. Il est à remarquer que même si l'objectif de celle-ci est d'augmenter la représentativité des autres partis par rapport aux décisions politiques, sociales et économiques adoptées, le Parti communiste continuait à occuper la majeure partie des sièges de la conférence. Les réformes politiques et démocratiques ont été distancées par les réformes économiques. Ces dernières ont permis la diversification de l'économie chinoise et ont contribué à lui apporter un supplément de liberté. Ceci est susceptible d'apporter à son tour davantage d'ouverture et de démocratie dans les institutions politiques chinoises.

Nous remarquons, à l'issue de l'examen de l'ensemble des réformes qu'a connues la Chine dès 1979, que bien que présentant encore du retard dans la réforme de son système financier, en raison notamment d'une insuffisance des réformes politiques, la Chine a réussi à réaliser une croissance économique sans précédent. Certes, le rôle des autres réformes économiques entreprises et déjà mentionnées (la réforme des entreprises étatiques, la réforme budgétaire...) ont joué un rôle important, mais les résultats enregistrés par la Chine infirment les affirmations théoriques selon lesquelles un cadre légal et un système financier peu

développés ne permettent pas de réaliser la croissance et le développement économique. En effet, en recourant aux indicateurs usuels pour mesurer le degré de développement légal, Allen et *al.* (2002) ont trouvé que le système légal en Chine était peu développé par rapport aux pays ayant servi d'échantillon pour les travaux de R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer et R. Vishny (LLSV) (1997, 1998, 2000)¹ et de R. Levine (1999). La gouvernance d'entreprise, les normes comptables standards et les systèmes de protection des investisseurs étaient à des niveaux de sophistication bien en deçà de ceux des pays de l'échantillon, quoique ce dernier ne comprît pas que des pays développés². Même constat pour le système financier chinois (et le système bancaire en particulier), qui était moins développé que la plupart des autres pays. Ce constat nous amène à nous demander quelles sont les raisons qui ont assuré le développement de la Chine, malgré ses défaillances au niveau de facteurs aussi importants que le développement financier et légal. On peut même aller jusqu'à dire que la Chine, dans son processus de réforme « atypique », a infirmé les résultats des théories liant le développement institutionnel au développement financier, qui conditionne lui-même le développement économique. C'est ce que nous appelons « le paradoxe chinois », notion que nous analysons dans ce qui suit.

II.3 Analyse des raisons du succès de l'expérience chinoise

Le point commun entre les différentes réformes entreprises en Chine est le caractère séquentiel et graduel de leur mise en place, que ce soit dans le processus de privatisation, de modernisation de l'appareil financier et même dans les réformes politiques, puisque le gouvernement central chinois a fait expressément le choix de ne pas procéder par une thérapie de choc. C'est ce qui explique peut-être la réussite des réformes. Là où leur issue paraît contredire la théorie économique, c'est dans le non-accompagnement des changements entrepris, ni par une réforme politique et institutionnelle adéquate, ni par un développement financier répondant aux normes internationales en la matière. Les auteurs qui se sont intéressés à la question ont expliqué ce paradoxe par l'existence effective de canaux de financement informels importants, de même que des mécanismes de (bonne) gouvernance informels. Ces deux alternatives sont basées sur la notion de réputation et d'importance des relations, qui ont expliqué un tel progrès.

¹ L'échantillon comporte 49 pays d'Europe, d'Amérique du Nord et du Sud, d'Afrique, d'Asie, d'Australie. Seuls les pays socialistes et les économies en transition ne sont pas compris.

² Allen, F, Qian, J et Qian, M (2004) : « Law, Finance and Economic Growth in China », University of Pennsylvania, *Institute for Law&Economics Research Paper* N°3-21, p. 3-4.

II.3.1. Le gradualisme dans la dérégulation financière en Chine

La dérégulation des comptes de capitaux en Chine a commencé par une politique d'attraction des IDE. Le processus correspond à une dérégulation des entrées et des sorties de capitaux. Le degré de libéralisation des flux de capitaux entrants est actuellement très élevé en Chine, sauf pour les entrées de capitaux correspondant à l'échange de valeurs mobilières.

a. La levée des restrictions sur les IDE

La Chine a commencé par éliminer toutes les restrictions sur les IDE dès les premiers stades de la libéralisation. Les non-résidents peuvent investir directement en Chine, du moment qu'est respectée la conformité avec les lois de l'établissement des entreprises communes ou à participation (*joint venture laws*) et d'autres lois ratifiées par le ministère du Commerce.

Dans un premier temps, entre 1979 et 1986, la Chine a promulgué la « loi sur l'établissement des entreprises communes avec l'investissement chinois et étranger » et a commencé à encourager les IDE. Cette loi était la première depuis 1949 à permettre à des entités économiques étrangères l'établissement d'entreprises en Chine. En 1980, quatre zones économiques spéciales (Shenzen, Zhuhai, Shantou et Xiamen) ont été créées avec des privilèges spéciaux. Le succès de l'instauration de ces zones dans la réalisation des objectifs escomptés, à savoir attirer des investissements innovateurs et porteurs de nouvelles technologies, a incité le gouvernement central chinois à assurer une autonomie spéciale à quatorze autres villes côtières en 1984.

Pendant la seconde étape, entre 1986 et 1990, la Chine a promulgué la « loi de la République populaire de Chine (RPC) sur les entreprises à investissement étranger » (*Law of the Popular Republic of China on Foreign-invested enterprises*). Ce fut la première loi permettant aux entreprises représentant exclusivement un investissement étranger d'agir sur tout le territoire chinois. De 1986 à 1990, une politique incitatrice à base d'exemptions fiscales sur les importations fut adoptée pour les entreprises représentant un investissement direct étranger. Ces encouragements ont aiguisé la concurrence entre les provinces, qui ont cherché à attirer les investisseurs, et a incité les villes non côtières du pays, qui ne bénéficiaient pas des avantages des autres villes, à assurer leur propre développement par le biais de privilèges fiscaux. En outre, les réglementations sur les devises étrangères concernant les entreprises à investissement étranger furent éliminées en 1986. Ces entreprises ont été

aussi autorisées à échanger leurs avoirs en monnaie locale (le renminbi) contre une monnaie étrangère, sans restrictions, dès lors qu'elles désiraient investir dans d'autres produits locaux destinés à l'exportation.

Lors de la dernière phase (de 1990 à aujourd'hui), les entreprises à investissement étranger ont été autorisées à acheter ou vendre des devises auprès des banques ou auprès des centres de compensation pour devises. En plus, ces entreprises présentant un investissement direct étranger bénéficiaient de régimes spéciaux par rapport aux entreprises domestiques, surtout en matière de quotas d'utilisation des devises et de dérégulations des comptes en devises. Ceci a simplifié les formalités d'achat et de vente de devises pour ces entreprises et a accéléré l'unification et la standardisation du marché des changes chinois¹.

b. Le contrôle de l'afflux des capitaux sur les marchés financiers chinois

La Chine n'a pas procédé à la libéralisation brutale de ses marchés financiers et monétaires. En effet, une large gamme de produits d'investissements est restée inaccessible aux investisseurs étrangers, et la portée des investissements et des échanges est demeurée très restreinte pour les institutions financières étrangères. Par contre, la Chine a ouvert ses marchés de capitaux aux investisseurs étrangers en utilisant deux canaux : les actions B et la cotation de titres sur les marchés étrangers. Le marché des titres B a été ouvert aussi aux investisseurs domestiques, indiquant qu'il n'est pas seulement destiné à attirer les capitaux étrangers, mais aussi à attirer les investissements en devises à l'intérieur de l'économie². Pour les cotations de titres sur les marchés étrangers, la Chine a créé les actions H, qui revêtent la forme d'un certificat de dépôt, comme les certificats de dépôts américains (*American Depository Receipt*), des obligations convertibles ainsi qu'un ensemble d'autres cotations. En comparaison avec les cotations à l'étranger, le marché des titres B est très restreint, et l'échange y est limité. Actuellement, la cotation de titres chinois sur les marchés internationaux (les titres H) est devenue une importante opportunité de réforme pour les entreprises étatiques chinoises, ainsi qu'une forme de dérégulation du compte de capital. Parallèlement aux marchés des actions, le marché obligataire chinois est fermé aux non-résidents, qui ne sont pas autorisés à détenir et à échanger des obligations domestiques, ni d'autres titres libellés en renminbi dont le taux d'intérêt est fixe.

¹ Wenjun. L (2004) : *op. cit.*, p. 92.

² Les titres B sont des titres destinés aux investisseurs étrangers intéressés par les marchés de capitaux chinois. Ils sont libellés en monnaie étrangère et échangeables sur le marché des titres B, de taille très réduite ; contrairement aux titres A, qui sont libellés en renminbi et ne sont pas accessibles aux investisseurs étrangers.

c. Le contrôle de la taille et de l'échéance des prêts étrangers

La Chine a adopté un plan uniforme pour les prêts étrangers et a instauré un système strict de gestion centrale visant un contrôle de la taille ainsi qu'une limitation des prêts de court terme étrangers. Pour ce faire, le gouvernement central a édicté un certain nombre de mesures :

* Premièrement, tous les prêts étrangers de long et de moyen terme doivent être soumis à un plan national d'usage des capitaux étrangers, et chaque prêt doit être strictement examiné et approuvé. En outre, tout prêt de court terme doit être géré en proportion des actifs et passifs en devises étrangères existant dans l'économie, de sorte qu'ils n'entrent pas d'une façon excessive ou abusive.

* Deuxièmement, seulement quelques banques et d'autres institutions financières non bancaires désignées ont la possibilité d'émettre des obligations de long et moyen terme sur les marchés financiers étrangers.

* Troisièmement, le gouvernement chinois a mis en place, en 1996, un système de report des paiements internationaux, qui fournit une méthode statistique crédible de vérification des entrées et sorties des prêts étrangers, même ceux de court terme.

La Chine a instauré une loi dont le but est de gérer les prêts étrangers. Il s'agit de la « loi de la RPC sur la gestion des changes » (*The Law of the PRC on Foreign Exchange Administration*). Cette loi de 1997 stipule que les prêts commerciaux internationaux doivent être remboursés et que les autres crédits étrangers, assurances contractées à l'étranger et émissions d'obligations sur les marchés internationaux doivent être examinés et approuvés par l'Administration centrale des changes (*The State Administration of Foreign Exchange SAFE*). En outre, les prêts étrangers doivent être gérés par des secteurs désignés et toute infraction à la gestion établie des prêts étrangers provoquerait une responsabilité légale. Dans le but d'imposer des restrictions sur les prêts étrangers, la Chine a adopté un indice de prêts étrangers coïncidant avec ses objectifs nationaux (qui étaient déjà en dessous de ceux des standards internationaux). Le taux de remboursement des prêts contractés était de 7,3% en 1997, largement inférieur aux 20% exigés par les normes internationales. De 1986 à 1997, le pourcentage des prêts étrangers de court terme était inférieur à 23% au total, avec seulement 9% en 2000.

d. Le démantèlement progressif des restrictions sur les changes

Après la réalisation de la convertibilité du compte courant, l'ambition de la Chine s'est portée sur la réalisation de la convertibilité du compte capital. Le marché des changes chinois inclut un marché de détail et un marché de gros. Le premier est destiné aux banques et aux entreprises, alors que le deuxième est assigné aux banques qui sont autorisées à faire l'échange de devises. Les offres et demandes de devises sur les deux marchés sont restreintes par une série de lois et règlements se rapportant aux ventes et achats de devises. Sous les lois et règlements courants, un participant au marché des changes en détail est la banque désignée pour effectuer les transactions en devises. Les firmes domestiques sont également autorisées à intervenir, ainsi que les entreprises présentant un investissement étranger, l'Etat ou les individus. Bien que le cadre des participants se soit élargi avec la levée progressive des restrictions sur le système financier chinois, d'autres types de restrictions demeurent encore. Par exemple, seules quelques grandes entreprises présentant un volume d'échange de 30 millions d'euros et un capital en renminbi de 10 millions sont autorisées à détenir indéfiniment des revenus en devises.

Etant un marché interbancaire de changes, le Centre des échanges de devises de la Chine (*China Foreign Exchange Trade Center CFETC*), situé à Shanghai, met en relation trente-sept villes à travers le pays. Toutes les banques autorisées à faire des échanges en devises, ainsi que toutes les institutions financières non bancaires et les banques étrangères, peuvent demander à être membres du SAFE. Les membres courants sont les banques commerciales étatiques, les banques étrangères et les institutions financières non bancaires. La Banque centrale et le gouvernement chinois sont des membres spéciaux. En équilibrant la gestion des banques autorisées, le gouvernement chinois doit vendre leurs devises, lorsque leur *cash turnover* dépasse les limitations. Ainsi, les prix sur les marchés des changes ne reflètent pas la réalité des offres et demandes. En fait, le gouvernement chinois accrédite le SAFE pour la mise en place de restrictions dans les fluctuations du renminbi. Sur le marché bancaire, le gouvernement publie un taux *benchmark*, et le SAFE émet diverses restrictions sur les différents taux de change. Par exemple, la limitation de la fluctuation du renminbi par rapport au dollar est de $\pm 0,15\%$. La limitation de la fluctuation par rapport au dollar de Hong Kong ou au yen japonais est de $\pm 0,10\%$. Sur le marché du détail, les taux de change sont fixés par les banques autorisées, tout en maintenant un certain degré de restrictions.

II.3.2. Le paradoxe chinois

La Chine représente un parfait contre-exemple des dernières affirmations théoriques sur le lien entre le rôle du cadre réglementaire, la finance et la croissance économique^{1,2}. En effet, ni le système judiciaire et légal chinois, ni son système financier ne sont des systèmes développés. Mais ceci ne l'a pas empêchée d'être l'une des économies qui a enregistré les taux de croissance les plus élevés ces derniers temps parmi les pays en développement. C'est cette contradiction, appelée « le paradoxe chinois », que nous essayons d'expliquer dans ce qui suit. F. Allen et *al.* (2004) ont mené une étude sur la Chine afin de tenter de comprendre les raisons qui ont fait qu'elle figure parmi les pays émergents ayant connu une croissance rapide. Pour ce faire, ils ont suivi une intuition selon laquelle la croissance spectaculaire de la Chine provient plutôt du secteur informel que du secteur formel. En effet, ils ont comparé la croissance du secteur formel, composé par les entreprises d'Etat et les entreprises publiques, avec la croissance du secteur informel, composé par toutes les autres firmes (individuelles, familiales...); ils ont trouvé que celles du secteur informel croissent plus rapidement que celles du secteur formel, et sont plus contributrices au développement qu'a connu la Chine ces dernières années. A titre d'exemple, la production totale en 1999 du secteur informel s'est élevée à 1,2 milliard de dollars, alors qu'elle n'était que de 400 millions de dollars pour le secteur formel³. Les auteurs notent aussi que les sources de financement de ce genre d'entreprises sont aussi de nature informelle, de même que leur système de gouvernance.

a. Les sources de financement informelles

Les entreprises du secteur informel comptent toujours sur le rôle des relations (basées sur la réputation) pour se financer pendant leurs premiers stades de développement. Par exemple, elles lèvent des fonds auprès d'autres entrepreneurs, de leurs partenaires commerciaux, de leurs familles voire dans certains cas de leurs amis. D'autres firmes empruntent aux agences de crédit privées. Ces prêteurs recourent à des taux d'intérêt très élevés et/ou exigent des garanties importantes sur les emprunts. Ces agences peuvent pousser les entreprises débitrices à la liquidation en cas de défaut de paiement. Ces contrats de prêts ressemblent à des *junk bonds*⁴ à certains égards. Ils n'impliquent pas de contrats formels écrits, mais sont souvent associés à des décisions de liquidation effectives. Même après

¹ La Porta. R, Lopez-de-Silanes. F, Schleifer. A, Vishny. R (1997) : « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, Vol. 106.

² Levine. R (1999) : « Law, Finance and Economic Growth », *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 8, N° 1-2.

³ Allen. F, Qian. J et Qian. M (2004) : *op. cit.*, p. 16.

⁴ Ce sont des obligations très risquées, qui compensent un défaut de paiement au-dessus de la moyenne des autres obligations, par des taux d'intérêt élevés.

les difficiles premiers stades de développement, les entreprises informelles ne reçoivent pas de financement de la part des grandes banques ou des banques étatiques. A la place, les firmes de ce secteur forment graduellement des sortes de coalitions parmi les producteurs ou les détaillants, et financent alternativement leur croissance ou empruntent aux autres firmes qui ont pu dégager un surplus de capital. D'autres formes de financements informels existent et ressemblent à des crédits commerciaux, dans le sens où il y a des comptes croisés de crédit et de débit entre les partenaires commerciaux. Ce qui les différencie des crédits commerciaux proprement dits, c'est que parfois, il n'existe pas de contrats écrits entre les protagonistes, et que les dates d'échéance ainsi que les conditions de remboursement sont souvent renégociées.

b. Une structure institutionnelle informelle

F. Allen et *al.* (2004) ont choisi les régions de Wenzhou et de Kunshan comme exemples de régions qui ont connu un essor remarquable, dont la large part était imputable aux entreprises du secteur informel. Ainsi, pour la province de Kunshan par exemple, entre 1997 et 2001, la région a connu un afflux d'IDE de 200 millions de dollars en provenance de 20 pays et régions, en particulier de Taïwan. Ce qui est remarquable dans ce succès, c'est que malgré la faiblesse voire parfois l'absence de droits de propriété et le fort risque politique potentiel, les investisseurs n'ont pas réduit leur financement à l'adresse de ces entreprises et ont continué leur approvisionnement quand cela s'avérait essentiel. Le fait que la plupart des investisseurs soient de Taïwan peut représenter un élément de réponse. En effet, plusieurs familles domiciliées à Kunshan ont des proches qui vivent à Taïwan, et à travers elles, les investisseurs taïwanais s'informent quant aux opportunités d'investissement de cette région. Les investisseurs taïwanais ont donc compris que même s'il n'y a pas formellement et officiellement des lois qui protègent explicitement les investisseurs, les responsables locaux de la province de Kunshan ont intérêt à assurer l'essor économique de la région en attirant les IDE. Ceci est susceptible d'asseoir la promotion et le renforcement de la position de ces responsables politiques.

Un autre phénomène spécifique à l'environnement institutionnel chinois est que les investisseurs (soit les investisseurs taïwanais si nous continuons à considérer l'exemple de Kunshan) ne résident pas dans le pays. Cela signifie que « virtuellement », il n'y a pas de surveillance des entrepreneurs de la part des investisseurs, et qu'ainsi, il existe une totale séparation entre la propriété et le contrôle. Par contre, ce qui rend ce système viable, c'est la présence d'un objectif commun entre les entrepreneurs et les investisseurs, à savoir la

génération de profits et la réussite du projet d'investissement. Sous cet objectif commun et dans un horizon de long terme, les arrangements contractuels implicites ainsi que la réputation peuvent jouer le rôle de mécanismes incitant les différents protagonistes du projet d'investissement à s'impliquer dans la poursuite de leurs tâches respectives. Dans la mesure où les firmes, dans leurs premiers stades de développement, doivent évoluer dans un environnement incertain, sont confrontées à des risques excessifs ainsi qu'à une concurrence accrue de la part des autres firmes dans le secteur, une démarche qui consiste à tolérer une certaine discrétion, au lieu de les limiter dans leurs marges de manœuvre par un contrôle restreint, s'est avérée une bonne stratégie pour innover et trouver de nouvelles opportunités d'investissement¹. Les retombées et conséquences positives de ce genre de stratégie sont susceptibles de profiter également aux responsables politiques et autres gouvernants, qui seront amenés à assouplir leurs politiques dans l'objectif de ne pas empêcher ou perturber l'essor des firmes opérant dans leurs régions.

c. Les fondements des structures informelles de gouvernance d'entreprise et de financement en Chine

Nous venons d'énumérer les raisons qui expliquent que les firmes du secteur informel parviennent à une croissance plus rapide et à une production plus importante que celles du secteur formel. Premièrement, ces firmes se financent auprès de sources informelles, même si certaines d'entre elles ressemblent aux canaux classiques et traditionnels de financement (comme les crédits commerciaux...). Deuxièmement, les mécanismes de gouvernance informelle sont basés sur des arrangements contractuels implicites, l'importance de la réputation et une concurrence sur les marchés qui obligent les entreprises présentes à innover pour différencier leurs produits. Finalement, le partage implicite et indirect du profit avec les responsables politiques incite ces derniers à la coopération et à la mise en place de politiques financières et de taxation favorables afin de stimuler la croissance du secteur informel.

Pour comprendre le fonctionnement et la pérennité des sources de financement et les mécanismes de gouvernance informels pour le cas chinois, nous nous référons aux travaux de A. Greif (1993). Il stipule qu'au XI^e siècle, certaines organisations commerciales créées entre les commerçants du Maghreb arabe et ceux de Gênes étaient capables de venir à bout des problèmes d'asymétrie d'information, de la faiblesse de la structure légale et du non-respect des mécanismes d'application des lois et des contrats, par le développement d'autres

¹ Allen. F, Qian. J et Qian. M (2004) : *op. cit.*, p. 31.

institutions parallèles basées sur la réputation, les coalitions et l'établissement de contrats implicites¹. Certains aspects de ces modèles de croissance ressemblent à celui qui existe d'aujourd'hui en Chine. En outre, A. Greif (1994) et R. Stulz et R. Williamson (2002) soulignent l'importance des croyances culturelles et religieuses dans le développement des institutions, les origines du droit et la protection des investisseurs^{2,3}. Ces facteurs semblent représenter une certaine pertinence pour le cas de la Chine. En effet, comme elle est dépourvue d'une seule religion dominante, F. Allen et *al.* (2004) considèrent que la force la plus importante dans la formation des valeurs sociales et des institutions en Chine est l'ensemble des croyances développées et formalisées par Kong Zi. Cet ensemble de croyances définit clairement les ordres sociaux et familiaux, qui sont très différents des croyances occidentales par rapport au mode de formulation des codes légaux.

Certains mécanismes alternatifs de gouvernance d'entreprise ont également bien fonctionné dans les pays développés et en développement. F. Allen et D. Gale (2000a) ont montré que si la coopération entre différents offreurs d'un entrant est nécessaire et que tous les offreurs bénéficient des bonnes performances de la firme qui demande cet *input*, alors un bon équilibre serait envisageable sans obligation d'avoir recours à une gouvernance externe. F. Allen et D. Gale (2000b) considèrent que la concurrence entre les firmes peut être plus incitative que le système anglo-saxon basé sur la menace d'une OPA, ou les systèmes japonais, français et allemand qui sont basés sur la surveillance. Ils soulignent le succès et la croissance enregistrée par les organisations à but non lucratif dans ces pays comme exemple de l'efficacité des systèmes alternatifs de gouvernance d'entreprise.

Conclusion

L'étude de l'exemple chinois d'ouverture financière représente une expérience originale dans le sens où c'est un pays qui a choisi d'opérer une transition d'une économie planifiée, centralisée de type communiste à une économie de marché, sans pour autant laisser le marché agir librement, sans régulation et sans contrepoids. L'originalité de cette expérience se manifeste selon deux aspects.

¹ Greif. A (1993) : « Contract Enforceability and Economic Institutions in Early Trade : The Maghribi Trader's Coalition », *American Economic Review*, Vol. 83, N°3, p. 526.

² Greif. A (1994) : « Cultural Beliefs and the Organization of Society : A Historical and Theoretical Reflection on Collectivist and Individualist Societies », *Journal of Political Economy*, Vol.102 (5) cité dans Allen. F, Qian. J et Qian. M (2004) : *op. cit.*, p. 32.

³ Stulz. R et Williamson. R (2003) : « Culture, Openness, and Finance », *Journal of Financial Economics*, Vol. 70, N°3, p. 320.

Le premier concerne la démarche progressive et graduelle poursuivie, qui n'a pas été toujours adoptée par les autres pays en développement en Asie. C'est ce qui explique peut-être que la Chine, parmi les pays d'Asie, n'a pas été très affectée par la cascade des crises financières survenues dans la région. La prudence qui a marqué le processus du passage vers une économie de marché et la manière de distiller les réformes économiques ont reflété cette stratégie.

Le deuxième aspect est que même en adoptant une série de réformes de type économique et institutionnel, la Chine n'a pas encore réussi à hisser le niveau de son système financier à un niveau développé. Ledit système a connu, même après les réformes entreprises, une forte empreinte étatique et une difficulté à huiler les mécanismes de l'économie réelle. Ces lacunes trahissent à leur tour une insuffisance et une faiblesse du cadre politique, légal et institutionnel du pays. Cependant, la réussite de la transition économique et de la politique d'ouverture adoptée a attiré l'attention sur un élément pour le moins inédit. En effet, la caractéristique principale qui distingue l'économie chinoise est que le secteur informel est plus important que le secteur formel dans la réalisation de la croissance. Il s'ensuit que même en ne possédant qu'un système financier peu développé et des mécanismes de gouvernance d'entreprise insuffisants, l'existence de sources de financement et de structures de gouvernance informelles a su pallier ces déficits. Ceci constitue l'exception chinoise et explique les raisons de la réussite de l'économie chinoise, même si ce succès n'était pas acquis au vu des apports de la théorie économique sur le lien entre droit, finance et croissance économique que nous explorons dans le chapitre suivant. L'issue de l'expérience chinoise a attiré l'attention sur un autre élément conditionnant le niveau de développement financier. Il s'agit de la possibilité de bénéficier aussi d'un cadre réglementaire « informel », à l'instar des structures de financement informelles. C'est ce qui est désigné par la notion de « capital social ». En effet, le capital social, comme nous le verrons dans le chapitre suivant, s'apparente au niveau de confiance des personnes entre elles. Le cas de la province de Kunshan en représente la parfaite illustration. Malgré le manque de protection institutionnelle « officielle », le financement des entreprises – notamment les petites entreprises – s'est effectué sans aucune entrave. Car le capital social s'est substitué aux structures institutionnelles standards, pour jouer le même rôle et assurer les mêmes garanties. S'est déployée, par conséquent, une autre forme de développement institutionnel. Dans le chapitre suivant, nous expliciterons le lien théorique existant entre le développement institutionnel formel, le développement institutionnel informel et le développement financier.

Comparaison entre les deux expériences

Les trois points communs entre les expériences de ces deux pays asiatiques sont le rôle qu'a joué l'Etat dans la conduite des réformes financières, la poursuite de la politique de contrôle des capitaux et l'adoption d'une démarche graduelle et progressive de la libéralisation financière. Par contre, la principale différence entre les deux expériences est que la Corée a brutalement libéralisé son système financier au début des années quatre-vingt-dix et a été finalement rattrapée par la crise en 1998, alors que la Chine ne l'a pas connue.

L'appui de l'Etat a continué à jouer un rôle vital, même (et surtout) dans un contexte de déréglementation habituellement accompagné par son désengagement. Cet accroc par rapport à la politique de libéralisation financière classique représentait à l'époque une « résistance » par rapport à l'idéologie du consensus de Washington, responsable de la conception de la globalisation financière dans sa forme actuelle, qui excluait tout interventionnisme étatique sous prétexte qu'il ne peut être que nuisible au développement économique. De plus, ce qui nous a amené à étudier les expériences de ces deux économies, c'est que chaque pays a axé sa réforme sur une politique de gradualisme et de *sequencing*, approche défendue dans le présent travail. Ces expériences ont débouché sur deux variantes différentes d'une même politique. Toutefois, la philosophie de ces deux choix de politique économique est la même, à savoir le refus d'une politique radicale de libéralisation financière jugée déstabilisatrice et non adéquate aux spécificités des pays auxquels elle est destinée. La première forme était incarnée par la Corée qui, tout en poursuivant un processus de déréglementation financière, a mis l'accent sur la réglementation prudentielle et la supervision bancaire comme garde-fou à un éventuel dérapage de la finance mondialisée. Le laxisme et le relâchement de cette même réglementation ont débouché sur la crise qu'a connue le pays.

Tableau IV. 4. La comparaison entre les expériences des deux pays

| L'expérience coréenne | L'expérience chinoise |
|--|--|
| Les points communs | |
| <ul style="list-style-type: none"> * Les réformes entreprises et touchant le secteur financier sont proposées et pilotées par l'Etat. * La poursuite d'une démarche progressive et graduelle dans l'adoption de ces réformes. * La poursuite d'une politique de contrôle des capitaux (seulement jusqu'au début des années 1990 pour la Corée), en même temps qu'une déréglementation interne mesurée du système financier, ce qui représente l'originalité de ces expériences de libéralisation financière (avec l'Inde, la Malaisie et le Chili pour les pays émergents)¹. | |
| Les divergences | |
| <ul style="list-style-type: none"> * Au début des années 1990 et sous l'impulsion des Etats-Unis, le gouvernement coréen a finalement ouvert totalement son système financier, ce qui contrastait avec sa démarche prudente du début. * Les réformes financières ont été plus axées sur les institutions financières non bancaires que sur les institutions bancaires. * La moindre importance du secteur informel qui a été absorbé par les institutions financières non bancaires. | <ul style="list-style-type: none"> *Le gouvernement chinois n'a jamais ouvert totalement son secteur financier à la concurrence internationale. *L'existence d'une infrastructure institutionnelle informelle importante qui a contribué à la solidité et au développement financier, se basant principalement sur la notion de capital social. * La Chine n'était pas touchée par la crise du Sud-Est asiatique. |

La deuxième expérience étudiée s'apparente à la première, dans le sens où la Chine a choisi de confier à l'Etat la conduite des réformes économiques et financières. Le gouvernement chinois a donc adopté une politique de contrôle des capitaux, afin de bénéficier de ses avantages pour un pays émergent, comme il est démontré dans la deuxième section du chapitre précédent. Il a su aussi tirer les leçons des excès observés dans les pays voisins au cours de leur processus de déréglementation financière. Mais la spécificité de l'expérience chinoise se situe ailleurs, dans ce que la théorie économique et les spécialistes appellent le « paradoxe chinois ». L'importance du cadre institutionnel « informel » a donné raison aux affirmations de l'école néostructuraliste. En effet, comme il a été présenté au premier chapitre, les théoriciens de l'école néostructuraliste reprochaient à la théorie de la libéralisation à la R. McKinnon (1981) de négliger le rôle du secteur informel et son importance dans le processus de développement des pays émergents. D. Rodrik (2008) a bien décrit la situation en stipulant que « *vivre dans un univers de second choix appelle des stratégies de second choix* »². Dès lors, en l'absence d'infrastructures institutionnelles conventionnelles solides, comme le respect des droits de propriété, l'efficacité de l'application

¹ Ceci est possible, puisque ces deux pays ont commencé par une libéralisation financière interne. La différence entre la libéralisation interne et la libéralisation externe est exposée dans la première section du chapitre précédent.

² Rodrik, D (2008) : « Nations et mondialisation », Editions La Découverte, Paris, p. 19.

des lois, la maîtrise et le contrôle de la corruption etc., une solution de second ordre s'impose. Celle-ci découle de la notion de capital social qui remplace l'environnement institutionnel de référence et joue ainsi le rôle de garanties institutionnelles informelles. Le succès de l'expérience chinoise a étayé l'idée de l'importance de la qualité des institutions dans le processus de développement financier. C'est ce que nous essayerons de démontrer théoriquement dans le chapitre suivant, par une étude du lien entre les institutions et le développement financier, avec l'introduction du concept de capital social qui était la clef de voûte du succès de l'expérience chinoise.

Le lien entre le développement institutionnel et le développement financier

Le principe selon lequel les systèmes financiers influencent les taux de croissance de long terme a suscité bien des interrogations parmi les spécialistes du développement. Les interrogations portaient sur le fait que certains pays arrivent à instaurer des systèmes financiers développés qui affectent les ressources financières vers les projets et les firmes les plus rentables, alors que d'autres n'y parviennent pas. Si les économistes du développement arrivent à cerner les facteurs qui font que certains systèmes assurent d'une manière efficace la fonction de financement de l'économie, ceci aidera à la compréhension des différences enregistrées au niveau des taux de croissance de long terme entre les pays. L'appréhension des facteurs agissant sur l'état de développement des systèmes financiers permettrait de tracer les politiques adéquates à suivre afin d'améliorer les niveaux des standards économiques.

Etant donné l'importance de l'identification des déterminants du développement financier, il y a eu un approfondissement des recherches sur les facteurs fondamentaux permettant un bon fonctionnement des systèmes financiers. La plupart de ces recherches ont souligné le rôle du système légal et institutionnel dans l'explication des niveaux de développement des systèmes financiers. Les travaux de R. La Porta et *al.*, en 1997, 1998, 1999 et 2000 en représentent les principales illustrations¹. Parmi les plus importantes institutions qui agissent sur le niveau de développement financier, citons le cadre juridique et réglementaire qui :

- * assure le respect des contrats.
- * prévoit une démarche précise pour résoudre les différends commerciaux et des procédures de faillite ordonnées lorsque les emprunteurs ne peuvent pas rembourser leurs dettes.
- * veille à maintenir la concurrence et la capacité des banques qui reçoivent les dépôts à rendre leur argent aux déposants quand ils le demandent.

¹ Beck. T, Demirgüç-Kunt. A et Levine. R (2001) : « Legal Theories of Financial Development », *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 17, N°4, p. 484.

J. Stiglitz (2002) considère que cet ensemble de législations et d'institutions « *contribue à garantir que les marchés des titres fonctionneront équitablement, que les directeurs des entreprises ne pourront pas gruger les actionnaires, ni les actionnaires majoritaires spolier les minoritaires* »¹. D. North, lauréat du prix Nobel en 1993, s'interroge sur les raisons qui font qu'en dépit du fait que la main-d'oeuvre des pays en développement passe de « longues heures » au travail, elle n'arrive pas à se hisser au niveau de richesse des travailleurs des pays développés. D. North explique cette contradiction par le rôle des institutions. Il les définit par « *les règles du jeu dans la société, ou, plus formellement, les contraintes humainement conçues, qui conditionnent l'intervention humaine* »². Les institutions qu'évoque F. Mishkin (2007) aident à établir et à maintenir de solides droits de propriété, un système légal effectif et un système financier sain et solide.

Néanmoins, parvenir à identifier le cadre institutionnel propice au développement du secteur financier n'est pas une tâche facile. Ces institutions prennent généralement beaucoup de temps pour se mettre en place, et doivent s'adapter aux circonstances dans lesquelles elles doivent s'implanter. En outre, les pouvoirs politiques en place dans les pays en développement empêchent souvent l'implantation de ces institutions, de peur de perdre leur influence et leur pouvoir ou de laisser d'autres cercles ou individus profiter du « monopole naturel » qu'ils se sont adjugé. Pour remédier à cette problématique, certains économistes prônent l'ouverture à la mondialisation afin d'atténuer l'étendue du pouvoir politique et ainsi faciliter l'adoption des institutions adéquates au développement³. L'objectif de ce chapitre n'est pas de montrer que la mondialisation est de nature à améliorer l'infrastructure politique et institutionnelle d'un pays. Nous mettons en évidence qu'au contraire, la mondialisation peut même être préjudiciable à la qualité des institutions. Il s'agit plutôt d'évoquer l'importance du cadre légal et institutionnel comme facteur explicatif du niveau de développement financier. Ce lien sera étudié, dans la première section, à travers l'exploration des différentes théories traitant de cette relation. L'étude de ces théories n'a pas occulté la possibilité d'existence d'une structure parallèle, jouant le même rôle que le développement institutionnel « classique ». Il s'agit de la notion de capital social, dont la fonction a été importante dans la réussite de l'expérience de libéralisation financière de la Chine, comme nous avons pu le constater dans le cadre du chapitre précédent. L'étude de cette notion fera

¹ Stiglitz. J (2002) : *op. cit.*, p. 228.

² North. D. C (1990) : « Institutions, Institutional Change, and Economic Performance », *Cambridge University Press*, Cambridge, p. 3, cité dans Mishkin. F (2007) : « Globalization and Financial Development », au *New Perspectives on Financial Globalization Conference*, International Monetary Fund, Washington D.C, p. 1.

³ Mishkin. F (2007) : *op. cit.*, p. 3.

l'objet de la deuxième section de ce chapitre.

I. Présentation des théories liant le cadre légal au développement financier

Dans cette section, nous essayons de passer en revue les différentes théories qui se basent sur les divergences des systèmes légaux pour expliquer l'hétérogénéité des niveaux de développement financier entre les pays. Celles-ci nous enseignent, par essence, qu'un cadre réglementaire et institutionnel adéquat est susceptible de faciliter et de former le développement financier dans une économie. Toutefois, cette incidence est conditionnée par les traditions légales et les origines historiques des lois dans un pays donné. Ce sont les principaux enseignements de la théorie de la loi et de la finance (*law and finance theory*).

La théorie de la loi et de la finance a fait l'objet de plusieurs critiques dès sa parution. Celles-ci ont eu pour objet la portée de cette théorie en elle-même et son cadre idéologique, ainsi que les aspects que ses tenants ont omis d'évoquer. C'est ainsi que nous présentons, dans cette section, l'optique de l'influence de la structure politique sur le développement financier et l'optique des dotations naturelles dans la formation du développement financier.

I.1. La théorie de la loi et la finance

La théorie de la loi et de la finance, initiée par les travaux de R. La Porta et *al.* (1998), stipule que c'est l'origine historique et conceptuelle des systèmes juridiques qui représente l'origine des différences entre les systèmes financiers¹. Elle comprend deux canaux via lesquels le système légal arrive à affecter le développement financier. Le canal politique de cette théorie considère d'une part que les traditions légales diffèrent en fonction des priorités qu'elles accordent aux droits de propriété privée et le droit des investisseurs. D'autre part, la protection des droits de propriété privée et des investisseurs « extérieurs » forment la base du développement financier. Selon R. La Porta et *al.* (1998), les divergences historiquement déterminées des traditions légales expliquent les différences de niveau de développement financier. Ils considèrent que les lois, leurs mécanismes d'application ainsi que les institutions légales gouvernent les interactions financières. En effet, les arrangements contractuels forment la base des activités financières ; les systèmes légaux qui protègent les droits des investisseurs et veillent à l'application des contrats et des lois favorisent un développement financier rapide et largement répandu, plus que les systèmes qui ne protègent pas les droits

¹ La Porta. R, Lopez de Silanes. F, Shleifer. A et Vishny. R W (1998) : *op. cit.*, p. 1115.

des créiteurs et les détenteurs d'actions, ou qui ne surveillent pas l'application des arrangements contractuels accomplis. Ainsi, les lois et leurs mécanismes d'application influencent directement le fonctionnement des systèmes financiers. A ce propos, P. Jacquet et J-P. Pollin (2007) considèrent que : « *C'est un facteur essentiel pour que les apporteurs de capitaux soient en mesure de faire respecter leurs intérêts en cas de conflits avec les utilisateurs de ces capitaux, disons les entreprises, ou en cas de défaillance de celles-ci. Dès lors, la lettre et les conditions d'exécution des contrats, ainsi que la réglementation des intermédiaires et des marchés apparaissent comme des déterminants majeurs du développement financier.* »¹

Plus explicitement, la littérature comparative des origines des lois stipule que la *common law* britannique était toujours du côté des détenteurs des droits privés par rapport à la Couronne, voire résolument contre l'Etat dans certains cas. Plutôt que d'être un outil entre les mains de l'Etat, la *common law* britannique représente un véritable contrepoids qui privilégie les droits de propriété privée². Ceci est de nature à faciliter l'établissement de contrats entre entités privées et ainsi le développement financier³. De même, puisque l'information sur les entreprises est critique pour l'exercice de l'audit, du contrôle et du dépistage des véritables richesses des entreprises, des normes de comptabilité standards instituées par un système légal adéquat simplifieraient l'interprétation et la comparabilité des résultats, permettant ainsi de stimuler l'activité et le développement financier⁴.

Les codes civils français et allemand élaborés au XIX^e siècle sous respectivement Napoléon et Bismarck ont consolidé la domination du pouvoir judiciaire. Ainsi, selon le canal politique de la théorie de la loi et de la finance, les systèmes légaux reposant sur le droit civil sont plus avantageux pour les droits du gouvernement, au détriment des droits de propriété privée, avec des répercussions négatives sur l'établissement de contrats financiers⁵. Les différentes traditions de législation qui ont émergé en Europe se sont ensuite répandues à travers le monde par les conquêtes, les mouvements de colonisation et les phénomènes de mimétisme. Selon la théorie de la loi et de la finance, les différences d'origines des traditions

¹ Jacquet. P et Pollin. J-P (2007) : « Systèmes financiers et croissance », http://www.pierrejacquet.net/IMG/pdf/Jacquet-Pollin_systemes_financiers_et_croissance.pdf, p. 15.

² Beck. T, Demirgüç-Kunt. A et Levine. R (2001) : « Law, Politics, and Finance », *World Bank Policy Research Working Paper*, N°2585, p. 16.

³ North. D et Weingast. B (1989) : « Constitutions and Commitment : The Evolution of Institutions Governing Public Choice in Seventeenth-century England », *Journal of Economic History*, Vol. 49, N°4, p. 808.

⁴ Levine. R (1999) : *op. cit.*, p. 9.

⁵ Mahoney. P (2001) : « The Common Law and Economic Growth : Hayek Might be Right », *Journal of Legal Studies*, Vol. 30, N°2, p. 505.

légales expliquent les différences enregistrées aujourd'hui dans les niveaux de développement financier.

La théorie de la loi et de la finance comprend un second canal via lequel le cadre légal agirait sur le développement des systèmes financiers. Il s'agit du canal de la flexibilité des lois. Celui-ci précise que d'une part, les traditions légales diffèrent en fonction de leurs capacités à se conformer aux conditions financières et commerciales changeantes, et que d'autre part, les systèmes légaux qui s'adaptent rapidement afin de minimiser les écarts entre les besoins de l'économie et les aptitudes du système légal sont les plus à même de promouvoir les systèmes financiers et de faciliter l'établissement de contrats¹. La littérature comparative des lois montre que la *common law* est foncièrement dynamique, car les juges répondent au cas par cas au changement des transactions financières et commerciales. Le droit civil français, par contre, est conçu comme une loi complète, dépourvue d'ambiguïté et d'une doctrine légale immuable, où le législateur détient le monopole de la promulgation des lois. Puisque les législateurs, traditionnellement, ne répondent pas rapidement aux changements des conditions et puisque les systèmes légaux sont fatalement incomplets et ambigus, la nature rigide du Code civil français n'aide pas au développement des systèmes financiers. Le cas du Code civil allemand est différent, car il s'agit d'un système légal dynamique, destiné à accompagner les évolutions des conditions financières et économiques. Ainsi, comme le canal politique de la théorie de la loi et de la finance, le canal de l'adaptabilité légale prévoit que les différences entre les origines historiques de la promulgation des lois déterminent le développement financier d'aujourd'hui. Dans ce qui suit, nous présentons avec plus de détails les deux composantes de la théorie de la loi et de la finance : le canal politique de la théorie et le canal de la flexibilité ou le degré d'adaptabilité de la loi.

I.1.1. Le canal politique de la théorie de la loi et de la finance

Nous commençons par analyser le développement historique de cette partie de la théorie de la loi et de la finance, afin de saisir les raisons qui font que les pays dont les traditions légales sont différentes arrivent à des niveaux différents de développement financier, comme le suggère cette théorie dans son ensemble.

¹ Johnson. S, La Porta. R, Lopez-de-Silanes. F et Shleifer. A (2000) : « Tunneling », *American Economic Review*, Vol. 90, N°2, p. 26.

a. L'origine historique

Au VI^e siècle, l'empereur romain Justinien compila l'ensemble du droit romain dans ce qui est appelé aujourd'hui les textes justiniens. Cette entreprise était motivée par la volonté de l'empereur d'unifier son empire désintégré, d'organiser en une structure unique le droit romain, mais aussi d'exercer un monopole sur la loi. F. Hayek (1960) a fait remarquer que cette manœuvre de l'empereur Justinien était un important changement de philosophie. En effet, alors que le droit romain plaçait la loi au-dessus de tous les individus, afin qu'elle fût appliquée uniformément à tous les sujets appartenant à toutes les catégories sociales, les textes justiniens plaçaient le roi (et par le biais duquel le gouvernement) au-dessus de la loi. Ainsi, il n'aurait pas à la subir, mais plutôt à la façonner et à la contrôler. L'empereur Justinien décida que seul le roi avait le privilège de promulguer les lois et de les interpréter. Les textes justiniens ont influencé les structures légales, la terminologie ainsi que la pensée en Europe tout au long du VI^e siècle.

A partir de 1400, le système légal français a progressé, ressemblant plus à un mélange entre la loi des coutumes, les textes légaux justiniens et les décisions judiciaires. La nature hybride du droit français durant cette période était remarquable. A tel point qu'elle a suscité la moquerie de Voltaire qui a écrit : « *Lorsque vous vous déplacez dans le royaume, vous changez de système légal autant que vous changez de cheval.* »¹

Dans les années 1700, la réputation du pouvoir judiciaire s'est trouvée ternie à cause de la politique du monarque qui l'a concédé aux riches familles du pays. Ces dernières en ont profité pour privilégier leurs alliés et proches, en exerçant un contrôle nuisant à l'impartialité des tribunaux. Les juges ont empêché la marche progressive des réformes et ont instauré un climat de corruption. La Révolution française s'est ensuite « vengée » du pouvoir judiciaire, en lui enlevant tout pouvoir d'interprétation des lois².

En instituant le Code civil français, à l'instar de l'empereur Justinien quelque 13 siècles plus tôt, Napoléon a essayé d'unifier les systèmes légaux régionaux et de placer le gouvernement au-dessus des tribunaux, comme source de loi. La loi telle qu'elle était instituée ne comportait pas de « brèches » ; ainsi, les juges n'avaient pas à les interpréter. Par ailleurs, ces lois étaient théoriquement assez claires pour que les juges n'aient pas à leur

¹ D'après Zweigert. K et Kotz. H (1998) : « Introduction to Comparative Law », *Oxford University Press* cité dans Beck. T, Demirgüç-Kunt. A et Levine. R (2001) : *op. cit.*, p. 486.

² Merryman. J. H (1985) : « The Civil Law Tradition : An Introduction to the Legals Systems of Western Europe and Latin America », *Stanford University Press* cité dans Beck . T, Demirgüç-Kunt. A et Levine. R : *op. cit.*, p. 487.

donner un sens ou à statuer sur des cas ambigus. Ainsi, le Code civil français a renforcé le pouvoir réglementaire du gouvernement et a relégué les juges à un rôle mineur.

Selon la théorie de la loi et de la finance de R. Laporta et *al.* (1998), il existe de nombreuses similitudes entre l'expérience de la France et celle de l'Allemagne. A l'instar de Napoléon, Bismarck, le père de la nation allemande, a unifié le pays en 1871 et a fourni un effort considérable pour une codification des lois, afin de disposer d'un code unique, à l'image du Code civil français. Bien que la Prusse et la Bavière aient codifié certaines parties des lois pendant le XVIII^e siècle, c'est de la décision de Bismarck en 1873 que découlent la codification et l'unification de tout le droit privé en Allemagne, conduisant ainsi à l'adoption du Droit civil allemand en 1900. Ainsi, selon la théorie de la loi et de la finance, la codification de Bismarck, comme celle de l'empereur Justinien et de Napoléon avant lui, a permis de consolider et de renforcer la place de l'Etat¹.

L'histoire de la *common law* anglaise est différente. Celle-ci a atteint sa forme moderne pendant les périodes tumultueuses des XVI^e et XVII^e siècles, lorsque le Parlement et les rois qui se sont succédé à la tête de l'Angleterre se disputaient le contrôle du pays. En effet, la Couronne a essayé de réhabiliter les prérogatives féodales et de vendre les monopoles de l'Etat à ceux qui bénéficiaient de revenus élevés. Le Parlement, qui était composé majoritairement par des propriétaires terriens et des commerçants prospères, était plutôt du côté des détenteurs de la propriété. De même, les tribunaux étaient du côté des détenteurs des propriétés privées, au détriment de la Couronne². Finalement, le roi était incapable de rétablir les privilèges féodaux et son aptitude à garder les monopoles naturels était sérieusement compromise. Ainsi, les tribunaux ont affirmé que la loi restait la référence suprême, limitant ainsi l'influence de la Couronne, ce qui a porté préjudice à la propriété privée.

Contrairement au cas de la France, la *common law* britannique a été plutôt une source de liberté. Ainsi, les pays qui ont poursuivi sa tradition avaient tendance à voir la justice privilégier les droits de propriété privée. Ces pays tendent à percevoir les réformes progressives comme émanant d'un organe judiciaire indépendant. En comparaison, la Révolution française a plutôt pris pour cible l'aristocratie judiciaire ; c'est pour cela qu'en France, les réformes progressives étaient synonymes de limitation de l'indépendance et de l'influence du pouvoir judiciaire. Ainsi, le droit civil français cherche à établir la liberté

¹ La Porta. R, Lopez de Silanes. F, Shleifer. A et Vishny. R W (1999) : « The Quality of Government », *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 15, N°1, p. 231.

² Mahoney. P (2001) : *op. cit.*, p. 513.

individuelle par le biais d'un gouvernement fort¹.

b. Le canal politique

Après cette présentation du développement des origines et traditions des lois, on peut définir le canal politique de la théorie de la loi et de la finance. Le droit civil français a tendance à favoriser la construction de la Nation en renforçant le rôle du gouvernement et en limitant le rôle du pouvoir judiciaire. A ce propos, R. La Porta et *al.* (1999) considèrent qu'« *une tradition de droit civil, alors, peut être interprétée par une volonté de mettre en place des institutions visant à renforcer le rôle de l'Etat* »². Un Etat puissant a tendance à créer des institutions et à suivre des politiques qui détournent les ressources d'une économie donnée à des fins souhaitées, ce qui risque de compromettre la compétitivité et la croissance des marchés financiers. En outre, R. La Porta (1998) et *al.* estiment qu'un Etat omniprésent avec un droit civil à sa disposition aura des difficultés à ne pas intervenir pour régler le fonctionnement des marchés financiers, ce qui risque de ralentir leur éclosion. Au contraire, la *common law* était, de par ses origines historiques, toujours du côté des détenteurs de propriété privée, par rapport à l'Etat³. Tel n'est pas le cas des pays dont le droit civil est de rigueur, qui protègent plus les droits du gouvernement que les droits privés des investisseurs. Ainsi, plutôt que d'être un instrument à la disposition de l'Etat (comme c'est le cas du droit civil), la *common law* formait plutôt un contrepoids à sa puissance, en faveur des droits de propriété privée. Puisque les droits de propriété privée forment le fondement et la base de l'établissement des contrats, le canal politique de la théorie de la loi et de la finance stipule que les pays ayant la *common law* comme principale inspiration du code légal seront plus disposés à avoir un système financier développé. L'explication tient au fait que le système légal anglo-saxon faciliterait le recours des entreprises aux financements de marchés, puisqu'il préserve mieux les intérêts des apporteurs de capitaux, surtout les actionnaires. En particulier, une protection des actionnaires minoritaires permet une plus grande dispersion du capital et donc un marché boursier plus actif et plus liquide. En revanche, la sécurisation des opérations de financement dans les pays de droit civil nécessite l'intervention d'institutions qui s'interposent entre les apporteurs et les demandeurs de capitaux. Cela signifie que l'intermédiation compense la fragilité des contrats par une surveillance directe⁴.

¹ Beck. T, Demirgüç-Kunt. A et Levine. R (2001) : *op. cit.*, p. 487.

² La Porta. R et al (1999) : *op. cit.*, cité dans Beck. T, Demirgüç-Kunt. A et Levine. R : *op. cit.*, p. 487.

³ Mahoney. P (2001) : *op. cit.*, p. 513.

⁴ Jacquet. P et Pollin. J-P (2007) : *op. cit.*, p. 16.

I.1.2. Le canal de la flexibilité du droit

La partie de l'adaptabilité du droit dans la théorie de la loi et de la finance (appelée aussi l'optique dynamique de la théorie de la loi et de la finance) accepte l'optique de la loi et de la finance (en l'occurrence la première partie de la théorie), mais ne néglige pas la littérature comparative des systèmes légaux, selon laquelle les différentes traditions de droit diffèrent en ce qui concerne leur capacité à s'adapter aux changements des conditions dans la société. Les défenseurs de cette thèse ajoutent que les systèmes s'inspirant de la *common law*, fondés sur la jurisprudence, sont plus souples que les systèmes de *civil law*, fondés sur des lois écrites. En effet, conférer au juge la possibilité de créer la loi permet de mieux régler les conflits qui ne sont pas explicitement évoqués dans les codes. En outre, la jurisprudence est censée capitaliser plus efficacement l'expérience et s'adapter plus vite aux évolutions du contexte économique et social. De ce point de vue, ce ne sont pas les termes de la loi qui sont les plus importants, mais plutôt la flexibilité et la souplesse disponibles pour son application¹.

Comme pour le canal politique, nous dressons dans ce qui suit une présentation de l'origine historique de la différence des traditions légales en ce qui concerne la partie de l'adaptabilité des lois par rapport aux changements des conditions économiques et financières.

a. L'origine historique

Non seulement la codification de l'empereur Justinien a rompu avec la tradition de la loi romaine en plaçant le prince au-dessus de la loi, mais lui-même a rompu avec la tradition de la loi romaine dans sa tentative d'annihilation de la jurisprudence. La loi romaine a évolué d'une loi destinée à une petite communauté de paysans à une loi couvrant les besoins d'une cité impériale à travers une loi fragmentaire, construite en fonction des cas qu'elle devait trancher. La législation explicite a joué un rôle mineur à côté. Bien que les lois de Rome aient évolué au cas par cas en fonction des jugements et avis des jurisconsultes, l'empereur Justinien a changé cette doctrine et « *s'est octroyé le monopole, non seulement du pouvoir de la promulgation des lois, mais aussi de son interprétation* »². En plus, l'empereur Justinien a interdit tout commentaire sur la loi, puisqu'il considérait que sa compilation était adéquate pour résoudre tous les problèmes sans l'assistance d'autres interprétations.

¹ *ibid.*, p. 16.

² Dawson. J. P (1968) : « The Oracles of the Law », *University of Michigan Law School*, p. 122, cité dans Beck. T, Demirgüç-Kunt. A et Levine. R (2001) : *op. cit.*, p. 488.

Le droit civil français reflète la vision justinienne statique de la loi (T. Beck et *al.*, 2001). En théorie, dans la doctrine légale française, le législateur promulgue les lois complètes, sans ambiguïté ou incompréhension, de telle sorte que les juges n'auront pas à les interpréter pour contourner des situations conflictuelles ou peu claires. Ainsi, nul besoin pour ces juges de recourir à des lois, coutumes ou expériences anciennes pour interpréter des cas récents. A ce propos, Robespierre stipulait que : « *Le terme jurisprudence... doit être banni de notre langage.* »¹ A l'instar de l'empereur Justinien, Napoléon percevait le Code comme assez clair, complet et cohérent pour qu'il ne nécessite pas de commentaires ou d'interprétations. En effet, Napoléon a mis ses partisans et loyalistes à la tête des facultés de droit, et a désigné des inspecteurs pour veiller au respect et au suivi du Code. Alors, quand le premier commentaire sur le Code a été publié en 1805, Napoléon s'est exclamé : « *Mon code est perdu.* »²

L'histoire de la loi en Allemagne est très différente de celle de la France. En effet, à partir du XVI^e siècle, les tribunaux allemands ont publié des délibérations exhaustives illustrant la manière dont les tribunaux viennent à bout des ambiguïtés et résolvent les nouvelles situations. Les facultés de droit œuvrent directement avec les tribunaux pour statuer par rapport à certains cas et ainsi travaillent à rationaliser la réalité avec la logique des textes justiniens. A travers un débat actif et des échanges entre les universitaires et les professionnels, l'Allemagne a su développer un fonds commun et dynamique d'idées qui représentent le fondement de la codification au XIX^e siècle.

L'Allemagne a explicitement rejeté l'approche et le caractère statique du code légal français. Alors que le droit civil français était conçu comme parfait et immuable, le droit civil allemand était considéré comme dynamique et changeant. Quelques exemples concrets peuvent nous aider à saisir les différents principes des deux systèmes. En effet, en France, on récuse techniquement une revue judiciaire, des décisions et actions émanant du législateur. En Allemagne, par contre, on reconnaît formellement ce pouvoir, et les tribunaux allemands l'exercent activement³. D'une manière similaire, lorsqu'il s'agit de trancher dans des dossiers impliquant le gouvernement, les tribunaux administratifs français se situent du côté de la branche exécutive au détriment de l'autorité judiciaire, alors qu'en Allemagne, c'est le pouvoir judiciaire qui règle ces dossiers. En plus, les cours suprêmes reflètent ces différences.

¹ *ibid.*, p. 488.

² Beck. T et *al.* (2001) : *op. cit.*, p. 488.

³ Glendon. M.A, Gordon. M.W et Osakwe. C (1982) : « Comparative Legal Tradition in Nutshell », *West Publishing*, p. 57 cité dans Beck. T et *al.* (2001) : *op. cit.*, p. 488.

Ainsi, la Cour de cassation française est généralement perçue comme une institution qui assiste le pouvoir législatif. Elle a le pouvoir d'annuler les décisions de justice, mais pas de statuer à sa place. Ses jugements sont donc brefs et courts et ne se réfèrent pas aux décisions passées. Le cas de la *Bundesgerichtshof*¹ allemande est différent, en ce qu'elle peut contrarier, modifier ou stipuler un dernier jugement pour certains dossiers, là où le processus de prise de décision judiciaire était plutôt sujet à discussion et à débat². L'Allemagne a hérité aussi d'une longue histoire où les érudits confrontent, débattent et évaluent publiquement des cas de justice. Ainsi, la jurisprudence et le pouvoir judiciaire jouissent d'un prestigieux héritage. Contrairement au cas allemand, depuis le XIII^e siècle, la tradition légale en France enveloppe les délibérations des juges dans le secret et la discrétion absolue. Ceci explique qu'au XVIII^e siècle, lors de la Révolution française, l'élite du pays ait pourchassé les juges, décrédibilisant le pouvoir judiciaire et la jurisprudence aux yeux du peuple. Ainsi, selon M. Glendon et *al.* (1982), l'Allemagne bénéficie d'un code légal favorable par rapport à la jurisprudence de la France.

A l'opposé du Code civil français, la tradition de la *common law* britannique est foncièrement dynamique. La théorie de la loi et de la finance insiste sur le fait qu'elle limite historiquement le pouvoir de l'Etat et défend plutôt les droits de propriété privée. La *common law* britannique a toujours entretenu la tradition des juges ayant des pouvoirs d'interprétation étendus, avec des tribunaux qui créent et façonnent les lois au gré des conditions changeantes. Plutôt que de respecter et adhérer aux principes logiques de la loi codifiée, la *common law* est plus concernée par les faits concrets. D'où le proverbe populaire : « *La vie de la loi n'est pas logique, mais plutôt expérience.* » (K. Zweigert et H. Kotz, 1998).

b. L'optique dynamique de la théorie de la loi et de la finance

Cette optique est construite sur deux propositions. Premièrement, tant que le système légal s'adapte lentement et d'une façon inadéquate, des écarts apparaîtront entre les besoins financiers et commerciaux de l'économie et l'aptitude du système légal à subvenir à ces besoins. Deuxièmement, les traditions majeures du droit diffèrent par rapport à leurs possibilités d'adaptation au changement des conditions socio-économiques. Ainsi, l'optique dynamique du droit et de la finance considère que les traditions de loi divergent selon leurs possibilités d'adaptation aux changements de conditions, et ceci conditionne fortement le

¹ L'équivalent de la Cour de cassation en Allemagne.

² D'après Zweigert. K et Kotz. H (1998) : *op. cit.*, cité dans Beck. T, Demirgüç-Kunt. A et Levine. R (2001) : *op. cit.*, p. 488.

développement financier.

L'adaptabilité du droit, selon la théorie de la loi et de la finance, considère que les pays ayant une tradition légale « à la française » disposent d'une adaptabilité moins souple de leurs systèmes légaux, relativement aux pays dont la tradition légale relève du droit civil allemand ou de la *common law* britannique. Ce constat, que partagent les spécialistes de la littérature économique consacrée au lien entre le développement financier et le droit, est obtenu en se basant sur la nature évolutive de la *common law*, qui s'adapte et essaye de répondre au cas par cas aux besoins changeants de la société. Le droit civil allemand s'apparente à la *common law* britannique sur ce point. En effet, construit sur la vision du droit de Savigny, il a rejeté en bloc la nature statique du droit civil français et a encouragé la jurisprudence en aspirant à créer une doctrine légale adaptée. Toujours selon la branche de l'adaptabilité du droit de la théorie de la loi et de la finance, la théorie qui forme le soubassement de la genèse du droit civil français est foncièrement statique. Ainsi, selon cette optique, les pays relevant du droit civil français sont moins enclins à favoriser l'arrangement contractuel entre agents, ou à conférer à l'économie le capital confiance nécessaire à l'accomplissement des transactions. Avec le risque de ne pas soutenir le développement financier, comme cela est le cas dans les pays dont le système légal s'est inspiré du droit civil allemand ou de la *common law* britannique. Ceci étant, en pratique, la France a su s'adapter aux réalités, et son système légal a évolué en fonction des changements survenus. Ainsi, les économistes considèrent qu'il n'y a pas, actuellement, de différences majeures entre le système légal français et britannique dans la capacité à agir positivement sur le développement des transactions financières¹.

Les deux parties de la théorie de la loi et de la finance se distinguent par les mécanismes via lesquels la tradition légale influence le développement financier. Premièrement, ces deux canaux considèrent différemment les conséquences de l'adoption du droit civil français et du droit civil allemand. La partie politique de la théorie stipule que la tradition du droit civil (allemand et français) a tendance à centraliser et à intensifier le pouvoir de l'Etat, et prend par conséquent plus de précautions à l'égard du développement des systèmes financiers. A l'opposé, la partie de l'adaptabilité du droit précise que les pays relevant de la *common law* et du droit civil allemand disposent de traditions légales plus souples et plus adaptables que les pays suivant le droit civil français.

¹ Beck. T, Demirgüç-Kunt. A et Levine. R (2001) : *op. cit.*, p. 18.

Le second sujet de conflit entre les deux parties de la théorie de la loi et de la finance tourne autour des structures politiques. Comme le font remarquer R. La Porta et *al.* (1999) dans leur description de l'optique politique de la loi et de la finance, une tradition légale émanant du droit civil révèle toujours une volonté de bâtir un gouvernement centralisé et puissant, ce qui fait que les pays héritant de cette tradition sont moins disposés à réaliser le développement financier que les pays dont la tradition s'appuie sur la *common law*. La conséquence de cette doctrine est qu'en agissant sur la centralité et le pouvoir de l'Etat, les différences de traditions légales ne fournissent plus de précision additionnelle quant aux différences des niveaux de développement financier entre les pays. Le canal politique de la théorie se focalise aussi sur la protection des droits de propriété privée.

La question de l'adaptabilité du droit se distingue du premier canal politique. En effet, on y considère que même en agissant sur les divergences dans la détermination du rôle de l'autorité des gouvernements, les différences de traditions légales continuent à agir sur le système d'adaptabilité légale, qui à son tour façonne le développement financier. De même, ce deuxième canal précise que le système d'adaptabilité légale influence l'environnement de l'investissement au-delà de la protection des droits de propriété privée.

Après avoir présenté la portée de la théorie de la loi et de la finance, ses deux branches ainsi qu'un bref survol historique des origines des traditions légales, il convient de ne pas omettre de signaler que cette théorie n'a pas fait, pour autant, l'unanimité parmi les théoriciens du droit et même parmi les économistes. En effet, il demeure encore des désaccords sur la flexibilité comparative entre les traditions de la *common law* et celles du droit civil, un certain scepticisme vis-à-vis des recommandations de tendances libérales de cette théorie, des doutes sur l'idée que la *common law* privilégie la protection des droits privés au détriment du droit civil, des incertitudes quant à la classification des pays selon l'origine légale, des interrogations sur la détermination du développement financier en fonction de l'origine des lois ainsi que des questionnements sur le rôle central des lois sur la protection des investisseurs dans la promotion du développement financier.

I.1.3. Les critiques formulées à l'égard de la théorie de la loi et de la finance

Les deux parties de la théorie de la loi et de la finance ont suscité l'émergence d'autres théories et études pratiques qui stipulent le contraire de ce qu'elles affirment. En fait, la thèse de R. La Porta et *al.* (1998) correspond plutôt à une conception libérale du développement. C'est ce qui explique l'intérêt manifesté par la Banque mondiale pour sa diffusion. En effet,

l'ouverture à la mondialisation et l'adoption de la politique de privatisation favorisent l'implantation d'un cadre juridique et légal privilégiant les droits de propriété et donc le développement financier et la croissance¹. J. Stiglitz (2005) admet à son tour la nécessité de se doter d'une bonne infrastructure institutionnelle pour pouvoir prétendre à la réalisation d'un développement des institutions financières d'une économie donnée. Il admet aussi l'idée que ce qui se réalise dans un pays est conditionné par l'économie politique poursuivie, dont l'un des aspects est l'autorité législative (le rôle de la loi). Ce qu'il ne partage pas avec R. La Porta et *al.* (1998) concerne le fait que les politiques de privatisation et de stabilisation macroéconomique inhérentes à la globalisation financière ne favorisent pas la consolidation de l'Etat de droit, ni la constitution d'une base institutionnelle solide pour le pays. Il prend l'exemple des mouvements de privatisations en Russie et l'« *asset stripping* »² qui en a résulté pour épingle le recul de l'autorité législative et le rôle de la loi dans ce pays. Il explique ce constat par le nombre accru de personnes détenant des postes clés dans la société russe, lesquelles ont intérêt à ce que l'autorité législative reste faible après l'adoption de la privatisation. Ces derniers n'ont donc aucun intérêt à voir les institutions du pays se renforcer et le respect de la loi se diffuser. Le point de vue de J. Stiglitz (2005) va donc à l'encontre de l'idée que les politiques libérales créent un support politique favorable à l'amélioration des institutions et au rôle de la loi (A. Shleifer 1994, A. Shleifer et M. Boycko 1994, A. Shleifer et R. Vishny 1994, A. Shleifer et *al.* 1996 et N. Barberis et *al.* 1996)³.

De nombreux théoriciens acceptent l'affirmation selon laquelle la protection des investisseurs et des droits privés faciliterait l'émergence d'une finance d'entreprise efficiente ainsi qu'une amélioration du développement financier. Néanmoins, ils rejettent l'idée que l'origine du droit représente un déterminant essentiel du développement financier et de la protection des investisseurs^{4,5}.

¹ Jacquet. P et Pollin. J-P (2007) : *op. cit.*, p. 16.

² C'est le fait qu'un acheteur se présente pour acquérir une entreprise en difficulté, non pas pour l'assainir et la développer, mais pour la vendre après à profit. Cette pratique a été beaucoup utilisée en Russie à l'occasion de la privatisation des entreprises étatiques.

³ Stiglitz. J (2005) : *op. cit.*, p. 16.

⁴ Pagano. M et Volpin. P (2001) : « The Political Economy of Finance », *Oxford Revue of Economic Policy*, Vol. 17, N°4, p. 506.

⁵ Rajan. R. G et Zingales. L (2003) : « The Great Reversals : The Politics of Financial Development in the 20th Century », *Journal of Financial Economics*, Vol. 69, p. 38.

De plus, même si quelques théoriciens admettent l'importance de la tradition légale comme facteur expliquant l'efficacité du système financier, il existe encore de profonds désaccords sur la nature et le type de système légal qui assureraient au mieux une évolution efficace du droit¹. A cet égard, N. Lamoreaux et J-L. Rosenthal (2002) ont entrepris de faire une comparaison des lois sur le partenariat et les entreprises en France et aux Etats-Unis. Ils en ont conclu que le système de droit civil français répond plus efficacement aux conditions économiques que le système de *common law* britannique. De plus, J. Bentham (1789) remarque que la *common law* manque de cohérence, ce qui l'empêche d'évoluer de manière optimale. Parallèlement à cela, quelques études se sont intéressées directement à l'importance des droits de protection des investisseurs, arguant que leurs changements n'ont pas influencé pour autant l'évolution du développement financier (J. Franks et *al.* 2003 ; A. Aganin et P. Volpin 2003, respectivement pour le cas de la Grande- Bretagne et de l'Italie).

Les critiques de cette théorie ont aussi essayé de vérifier si les systèmes basés sur la *common law* privilégient plus les droits de propriété que les systèmes relevant du droit civil français. R. B. Ekelund et R. D. Tollison (1980) et P. H. Rubin (1982) montrent que même si les tribunaux en Angleterre se sont plutôt rangés du côté du Parlement, contre les efforts de la Couronne, pour s'assurer les monopoles de l'Etat au XVI^e et au XVII^e siècle, ceci ne doit pas être considéré comme une caractéristique intrinsèque aux systèmes basés sur la *common law*. Dans le même ordre d'idées, J. C. Coffee (2000) prouve que le droit civil n'est pas foncièrement contre les droits des actionnaires minoritaires. Au contraire, il considère que la loi a suffisamment évolué et su s'adapter dans les pays qui l'ont adoptée afin de protéger les actionnaires minoritaires, en prenant en compte les types de structure de propriété des entreprises dans ces régions².

Des raisons culturelles ou religieuses résident aussi derrière le scepticisme lié au rôle central des institutions légales dans le développement financier. R. Stulz et R. Williamson (2003) stipulent que les différentes religions expriment différentes positions à l'égard des droits des crédeurs. En effet, l'Eglise catholique a traditionnellement tenu un point de vue sceptique quant au versement des intérêts sur l'emprunt et les droits des crédeurs. De même, dans la religion islamique, le paiement des intérêts est prohibé par le Coran, ce qui a conduit quelques pays à le bannir des pratiques financières (les pays du Golfe, le Pakistan...).

¹ Rubin. P. H (1982) : « Common Law and Statute Law », *Journal of Legal Studies*, Vol. 11, cité dans Beck. T et Levine. R (2005) : « Legal Institutions and Financial Development » dans Ménard. C et Shirley. M (eds) : « Handbook of New Institutional Economics », *Springer*, p. 252.

² Beck. T et Levine. R (2005) : *op. cit.*, p. 264.

Toujours selon cette optique de l'influence religieuse et culturelle, l'Eglise protestante a présenté différentes attitudes religieuses par rapport à la finance, où le paiement des intérêts était une partie « normale » du commerce. Il en a découlé que les droits des créanciers étaient plus protégés dans les pays protestants, à en croire cette optique. Ainsi et selon cette perspective, les pays musulmans ou catholiques auraient des marchés de crédits peu développés et des institutions financières relativement plus amorphes¹.

Ces critiques adressées à la théorie de la loi et de la finance ont attiré l'attention de la communauté des économistes sur ses insuffisances pour expliquer à elle seule les différences de niveau de développement financier entre les pays. Pour combler ce déficit, des groupes de théoriciens se sont formés autour d'autres théories non pas alternatives, mais plutôt complémentaires et essayant d'apporter un éclairage supplémentaire dans la compréhension du lien entre développement légal, institutionnel et développement financier.

Les chercheurs se sont posé la question de savoir si l'héritage du droit est un déterminant essentiel du niveau de développement des institutions financières ou si les facteurs politiques sont aussi déterminants. Ces derniers caractérisent, en fait, le degré de protection des investisseurs, les mécanismes d'application des contrats entre entités privées, la portée de la compétence du système légal pour protéger les droits des propriétaires privés par rapport à l'Etat, et ainsi le développement d'institutions financières compétitives et concurrentielles (J. Pound 1991, M. J. Roe 1994, M. Pagano et P. Volpin 2001, R. Rajan et L. Zingales 2003, S. Haber et *al.* 2003). Selon cette perspective, ceux qui détiennent le pouvoir façonnent les politiques suivies et les institutions, y compris les institutions légales et financières, de sorte à accaparer le pouvoir et s'enrichir. Cette optique ne rejette pas l'importance que revêtent les institutions légales dans l'influence du système financier, mais précise plutôt que des raisons politiques résident derrière les différences de niveau de développement financier, ce qui rejoint le point de vue de J. Stiglitz (2005) dans sa critique de la vision libérale et mondialiste de la théorie de la loi et de la finance de R. La Porta et *al.* (1998).

¹ *ibid.*, p. 265.

Une troisième perspective a été adoptée par un autre groupe (J. Diamond 1997 ; E. L. Jones 1981 ; W. H. McNeill 1963 ; A. W. Crosby 1989 ; S. L. Engerman et K. L. Sokoloff 1997, 2000, 2002 ; D. Acemoglu, S. Johnson et J. A. Robinson 2001, 2002), qui considère que les différences de positionnement géographique façonnent le développement financier, institutionnel, politique et économique des pays.

I.2. Les structures politiques et le développement financier

L'optique des structures politiques et le développement financier considère que les facteurs politiques sont plus déterminants que les traditions légales dans la réalisation du niveau de développement financier. Selon cette perspective, lorsqu'un groupe donné s'empare du pouvoir, il met en place des politiques et des institutions à son profit (K. Marx 1872, D. North 1990, M. Olson 1993). R. Rajan et L. Zingales (1999, 2000) estiment que si les industriels et les grands commerçants du pays forment l'élite dirigeante qui détient le pouvoir, ils vont essayer de mettre en place des lois qui tournent en leur faveur le fonctionnement des systèmes financiers et donc leur développement. Si par contre, l'élite dirigeante est composée par les propriétaires terriens aristocrates, cela créera un climat hostile à des marchés financiers autonomes qui concurrenceront leurs intérêts existants. De plus, R. Rajan et L. Zingales (2000) considèrent qu'un facteur invariable dans le temps, comme la tradition légale ou l'origine des lois, ne peut pas expliquer à lui seul les changements importants du développement financier.

L'optique de la structure politique stipule qu'un gouvernement fort et centralisé serait incompatible avec un système financier développé, surtout en présence d'une élite dont le pouvoir serait menacé par le développement financier. L'explication de cette affirmation tient au fait qu'un fonctionnement adéquat des institutions financières nécessite moins de discrétion de la part du gouvernement, ce qui risque d'être incompatible avec les ambitions et autres desseins d'un pouvoir central fort. Un gouvernement fort ne peut pas promettre d'honorer ses engagements en matière de crédit (remboursement), ce qui peut fragiliser les institutions financières créditrices, voire tout le système financier. Par contre, une structure dirigeante décentralisée et démocratique peut garantir un environnement plus propice au développement financier.

En plus, dans des types particuliers de régimes politiques, des groupes d'intérêt peuvent exercer une pression sur le gouvernement en vue d'extraire des rentes aux dépens d'autres groupes¹. Ainsi, le gouvernement qui sert les intérêts d'un groupe en particulier est moins enclin à promouvoir le développement de son système financier. De même, les systèmes politiques qui tolèrent que des groupes d'intérêts réduits, qui ne servent pas forcément l'intérêt général de l'économie, puissent exercer un impact disproportionnel sur les législateurs, entraveraient l'application des lois et l'exercice de la réglementation. Or, le respect des lois est un facteur nécessaire à l'accomplissement du développement financier, qui représente en même temps une menace pour les intérêts de ces groupes. En clair et pour résumer la portée de la vision politique de la finance, un gouvernement centralisé, fort et qui n'est confronté à aucune concurrence, ainsi que des structures politiques non soumises à des contrôles de fonctionnement ou de réglementation, ont tendance à avoir les systèmes financiers les moins développés par rapport aux pays où le gouvernement est plus décentralisé, plus démocratique et dont les systèmes politiques sont soumis à des contrôles de leurs pouvoirs législatifs et exécutifs.

R. Rajan et L. Zingales (1999) considèrent que l'état du système légal² et du système financier représente les conséquences directes des forces politiques du pays. Les plus anciens centres financiers européens, comme Venise ou Hambourg, étaient de petites entités politiquement indépendantes, avec des contrôles permanents du pouvoir des gouvernements et une large participation politique. A partir du XVII^e siècle, Londres a commencé à émerger comme un important centre financier. Or, ceci a coïncidé avec l'émergence d'un Parlement fort qui exerçait un contrôle continu sur la Couronne. C'est ce qui confirme le point de vue de l'optique de la politique et de la finance, qui précise que les systèmes politiques décentralisés résistent à la tendance des systèmes centralisés à contrôler et à contrecarrer la concurrence sur les marchés financiers. Un autre exemple de l'importance des facteurs politiques et de la structure politique dans la réalisation du développement financier est celui de la réforme électorale au Japon au début des années quatre-vingt-dix. La raison de cette réforme était la prise de conscience que les systèmes électoraux favorisant les intérêts de groupes réduits sont moins accueillants pour les programmes de réformes financières, de peur de perdre les privilèges et avantages dont ils bénéficient. Les réformes électorales au Japon, en 1994, ont été adoptées pour remédier à cette anomalie, puisque le nouveau système d'élection

¹ Becker. G (1993) : « A Theory of Competition among Pressure Groups for Political Influence », *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 98 cité dans T. Beck et al. (2001) : *op. cit.*, p. 20.

² Ils le définissent par les lois de protection des investisseurs et les mécanismes d'application de ces lois.

remplaçait la multi-représentation départementale par un système d'un seul siège par département, où les candidats doivent obtenir la majorité des votes. Ce n'est qu'après l'adoption de ces réformes que le gouvernement japonais a obligé les banques à supporter de lourdes charges et coûts de restructuration des banques spécialisées dans les prêts immobiliers, et à imposer des normes de régulation très strictes.

Afin d'appuyer leur point de vue sur le lien entre les facteurs politiques et le développement financier, T. Beck et *al.* (2003) ont essayé de tenir compte des différences de systèmes politiques dans l'étude de la relation entre le cadre légal, institutionnel et financier, malgré la difficulté de mesurer les divergences entre les pays par rapport à leurs institutions politiques. Ils ont pris en compte des mesures du degré de concurrence dans les élections, des mesures du nombre d'acteurs influents dans un processus législatif et un indice d'ouverture nationale, approximé par le degré d'ouverture commerciale. Ils ont ainsi trouvé que l'origine légale explique les différences entre les pays pour le niveau de développement des marchés financiers, le développement du secteur bancaire et le degré de protection des droits de propriété privée, même en prenant en considération des variables – déjà citées – liées à la qualité de l'environnement politique¹.

L'optique des dotations initiales insiste quant à elle sur le rôle des conditions initiales d'un pays donné dans la formation et le développement des institutions financières. A ce propos, D. Acemoglu et *al.* (2001) remarquent que les conquérants européens ont été confrontés à une variété de conditions initiales dans les pays qu'ils ont voulu occuper. Dans certaines régions, ils ont éprouvé des difficultés à s'implanter, alors que dans d'autres, ils ont trouvé des conditions plus accueillantes. Ils ont donc essayé de s'y établir et de mettre en place des institutions capables de soutenir une prospérité et un développement de long terme. Ainsi, les dotations initiales de ressources souterraines, de climat et d'environnement sanitaire ont profondément influencé les stratégies des colons, leurs desseins et les types d'institutions qu'ils ont installées. Ces dotations initiales expliquent, selon cette optique, les différences actuelles au niveau des institutions et du développement.

¹ Beck. T et Levine. R (2005) : *op. cit.*, p. 268.

I.3. Les dotations naturelles et le développement financier

Contrairement à la théorie du droit et de la finance, qui se focalise sur l'identité et l'origine des colonisateurs pour définir la qualité et l'efficacité des institutions du pays, l'optique des dotations naturelles s'intéresse aux conditions initiales et aux ressources des pays colonisés. D. Acemoglu et *al.* (2001) se sont penchés sur l'état de l'environnement sanitaire des colonies et des facteurs géographiques. Ils considèrent que le choix de la stratégie d'implantation des colonisateurs est fonction des dotations dont bénéficie le pays colonisé, avec des conséquences tangibles sur les institutions, y compris les institutions financières.

Le point de vue de D. Acemoglu et *al.* (2001) sur les origines institutionnelles des différences de niveau de développement économique entre les anciennes colonies repose sur trois éléments d'analyse.

Premièrement, les différents types de stratégie de colonisation créent différents types d'institutions. Il existe deux cas extrêmes de stratégie de colonisation. Le premier est le cas des Etats-Unis, de l'Australie et de la Nouvelle-Zélande, qui correspond à une colonisation de peuplement. En effet, les Européens, en allant coloniser ces pays, ont entrepris d'y créer les droits de propriété et les institutions nécessaires à la promotion de la croissance de long terme. L'autre cas extrême est celui de la colonisation d'extraction, où l'objectif des colonisateurs est d'extraire le maximum de richesses aux moindres coûts, sans fournir des efforts de réformes institutionnelles ou autres. C'est le cas des pays d'Afrique subsaharienne et d'Amérique latine.

Deuxièmement, la stratégie de colonisation a été influencée par la possibilité d'établir des colonies pour les conquérants européens. En effet, là où les ressources naturelles étaient abondantes et les conditions générales favorables (faible taux de mortalité, absence d'épidémie...), les colons européens s'installaient. A cet égard, D. Acemoglu et *al.* (2001) écrivaient : « *Dans les lieux où les Européens étaient confrontés à des taux de mortalité élevés, ils ne s'installaient pas, mais adoptaient à la place les principes d'une colonie d'extraction.* »¹ Ainsi, les conditions sanitaires initiales aident à déterminer si la politique coloniale sera de type colonisation d'extraction ou de peuplement.

¹ Acemoglu. D, Johnson. S et Robinson. J. A (2001) : « The Colonial Origins of Comparative Development : An Empirical Investigation », *American Economic Review*, Vol 91 cité dans Beck. T, Demirgüç-Kunt. A et Levine. R (2003) : « Law, Endowments and Finance », *Journal of Financial Economics*, Vol. 70, N°2, p. 149.

Troisièmement, D. Acemoglu et *al.* (2001) stipulent que les premières institutions mises en place par les colonisateurs sont celles qui demeurent la référence, même après l'indépendance du pays. Ils montrent que les colonies qui se caractérisent par des institutions démocratiques et ouvertes sont celles qui protègent le plus contre les tendances du gouvernement à l'expropriation aujourd'hui. De même, C. Young (1994) montre qu'historiquement, lorsque des institutions autoritaires sont déjà mises en place pendant l'occupation du pays, ses décideurs politiques continuent à s'en servir, même après l'indépendance, pour leur propre profit et intérêt. En outre, S. Engerman et *al.* (1998) ont mis en valeur l'impact de long terme des institutions initiales sur le droit de vote. En effet, ils considèrent que le droit de vote est introduit pour protéger la population de l'élite en place. Ainsi, selon cette optique, le gouvernement qui prend la relève de ses prédécesseurs n'essaye pas de mettre en place des réformes relatives au droit de vote et aux suffrages, afin de continuer à profiter du système, aussi antidémocratique soit-il. Donc, selon la théorie des dotations initiales, l'environnement sanitaire du pays colonisé détermine si les colonisateurs tentent d'installer une colonisation d'extraction ou une colonisation de peuplement avec des effets tangibles de long terme sur la qualité des institutions.

Le constat fait par D. Acemoglu et *al.* (2001) par rapport au développement institutionnel en général reste valable pour le développement financier. En effet, dans une colonie d'extraction, les occupants ne veillent pas à la mise en place et au développement de marchés financiers libres et compétitifs, car une perspective de marchés financiers développés et transparents fragiliserait la position des profiteurs d'un environnement d'extraction. Dans le cas d'une colonisation de peuplement, par contre, les occupants essaient de construire des institutions qui protègent les droits de propriété privée et contribuent donc au développement financier.

La théorie du droit et de la finance et l'optique des dotations initiales insistent sur l'importance des institutions initiales dans la formation du développement financier actuel. Néanmoins, des différences persistent entre les deux théories. La théorie de la loi et de la finance insiste sur le rôle des traditions légales importées par les colonisateurs, alors que l'optique des dotations met plus l'accent sur la qualité de l'environnement sanitaire trouvé par les colonisateurs. Les résultats empiriques de T. Beck et *al.* (2003) corroborent la théorie de la loi et de la finance. En effet, ces derniers ont trouvé que les pays héritant de la tradition civiliste possèdent des financiers et des systèmes de protection des investisseurs significativement moins développés que les pays dont la tradition légale provient de la

common law. Ce constat reste toujours valable même après la prise en compte des indicateurs de dotations initiales, de composition religieuse, de diversité ethnique ou de nombre d'années de colonisation. Les résultats obtenus confirment aussi les affirmations de la théorie des dotations naturelles. Les pays ne disposant pas de dotations initiales avantageuses (mesurées par le log du taux de mortalité des colons et de la distance par rapport à l'équateur) tendent à avoir les institutions financières les moins développées et les systèmes de protection des investisseurs les plus faibles. Ces résultats restent significatifs même après la prise en compte de la qualité de l'environnement politique, ce qui confirme l'existence d'un lien solide entre les dotations initiales et les niveaux de développement du système financier.

Outre le facteur de la qualité de l'environnement institutionnel et légal conditionné par des facteurs historiques, politiques, géographiques et autres, à en croire la théorie de la loi et de la finance et ses critiques, on dénote dans la littérature récente l'émergence d'un autre facteur non moins important. Il s'agit du concept de capital social. En effet, L. Guiso et *al.* (2000) montrent que le capital social, qui est l'ensemble des lois informelles gouvernant les interactions sociales, a joué un rôle critique dans la détermination du développement financier en Italie. De même, J. Franks et *al.* (2003) considèrent que c'est grâce aux contrats implicites mis en application par des mécanismes informels que les « petits » actionnaires ont pu participer aux marchés financiers en Angleterre à la fin du XIX^e siècle et au début du XX^e. S. Johnson et *al.* (2002), par contre, estiment que même si l'établissement de contrats et de relations informels était important dans les pays postcommunistes, le rôle des tribunaux et des circuits formels demeure crucial dans l'établissement de nouvelles relations commerciales et dans la dotation d'un niveau élevé de confiance au sein de la société.

Comme nous avons pu le constater dans la première partie de ce chapitre, de nombreuses études aussi bien théoriques qu'empiriques ont souligné l'importance des facteurs institutionnels dans l'accomplissement du développement financier. Par environnement institutionnel, on entend l'origine des lois, la qualité de leur application, la protection des droits des créiteurs, la bonne gouvernance, le contrôle de la corruption, etc. Cependant, il existe un élément non moins important qui façonne le niveau de développement des systèmes financiers. Il s'agit de la notion de confiance ou capital social, qui n'est autre que le complément naturel du cadre institutionnel. Aussi, le capital social représente une des « métaphores » les plus populaires utilisées dans les recherches en sciences sociales ; une notion généralement perçue comme les relations intracommunautaires qui affectent les interactions personnelles. Le concept de capital social a été utilisé pour expliquer un ensemble

de phénomènes allant de l'environnement sanitaire aux modèles de vote et à l'explication des succès économiques des pays. Bon nombre d'études émanant de la littérature des sciences sociales stipulent que le capital social intervient dans l'explication des différences enregistrées entre les individus ou entre groupes d'individus.

Outre le fait que le capital social soit présenté comme un complément naturel aux institutions, nous avons vu dans le chapitre précédent qu'il a joué un rôle primordial dans la réussite de l'expérience d'ouverture financière en Chine, en se substituant à l'infrastructure institutionnelle formelle comme le respect des droits de propriété, de l'ordre et de la loi, ce qui prouve qu'il n'y a pas qu'un modèle unique de réalisation du développement institutionnel. C'est ce qui nous a amené à étudier, dans la deuxième partie de ce chapitre, le concept même de capital social. Nous essayons donc de définir cette notion qui paraît si importante pour le développement financier et la croissance économique en général, pour voir ensuite dans quelle mesure elle pourrait les influencer.

II. L'importance du capital social dans le développement financier

E. Banfield (1958) stipulait que le sous-développement qui caractérisait le sud de l'Italie était dû au manque de confiance en dehors du strict cercle familial. Cette suggestion n'a pas fait l'unanimité parmi les économistes à cette époque. Quarante années plus tard, les développements de la théorie économique, notamment l'économie financière, ont insisté sur les contraintes qui empêchent l'établissement des transactions et des contrats entre agents. Ces avancées ont donné raison aux affirmations d'E. Banfield (1958) sur l'importance du capital social pour venir à bout de ces problèmes. En effet, ces dernières années, ce concept a été adopté par des politologues comme R. Putnam (1993) et F. Fukuyama (1995), pour devenir l'une des caractéristiques des grandes nations. Le capital social devient une vertu des nations où les individus obéissent à la loi, choisissent leurs chefs d'une manière démocratique et montrent des niveaux élevés de coopération entre eux. Pour cela, les politologues, en opposition avec la sociologie qui se concentre sur le niveau de capital social au sein d'un petit groupe, mesurent le capital social dans une communauté plus large par des indicateurs tels que le changement politique, la participation aux élections et l'adhésion aux associations. R. La Porta et *al.* (1997) ont poursuivi la démarche des politologues, en montrant qu'il existe une forte corrélation entre la confiance qui règne dans un pays et l'existence de grandes entreprises et organisations. D'une manière similaire, P. Keefer et S. Knack (1996) ont prouvé l'existence d'un lien de corrélation entre la confiance qui règne dans une société et le taux de

croissance de l'économie. Cette corrélation reste valable même après la prise en compte de la qualité des institutions juridiques, selon S. Knack et P. Zak (1999).

D'autres théories, telles celles de D. Gambetta (1988) et J. Coleman (1990), stipulent que le capital social détermine la performance des institutions de la société. L'originalité de cette optique est que le capital social est ici perçu comme un élément influençant l'environnement institutionnel au-delà de son rôle complémentaire. Ainsi, R. Putnam (1993) a étudié le rôle du capital social en tant que déterminant des performances des gouvernements régionaux italiens. Il a démontré que c'est dans les régions d'Italie où le public s'investit réellement au profit des activités civiques que les gouvernements locaux enregistrent les plus hauts niveaux de performances approximées par la production de biens publics. F. Fukuyama (1995) précise que la confiance des citoyens est importante pour les performances des institutions dans une société, y compris celles des entreprises¹.

Avant de montrer l'impact que peut exercer le capital social sur le niveau de développement financier, il convient d'abord de définir le concept selon les auteurs qui se sont intéressés au sujet. Nous verrons par la suite comment le capital social parvient à avoir une incidence sur l'état du développement financier dans un pays, avant de dresser une revue de littérature empirique sur les études réalisées à propos du lien entre le capital social (le développement institutionnel d'une manière générale) et le développement financier.

II.1. Définition du capital social

Les économistes, de nos jours, considèrent le capital social comme la « *colle forte* » qui soude la société². R. Putnam (1993) définit le capital social comme « *les caractéristiques de la vie sociale telles que réseaux, normes et confiance qui permettent à des participants d'agir ensemble plus efficacement pour poursuivre des objectifs partagés* »³. Selon F. Fukuyama (1995), il s'agit de « *l'existence d'un ensemble de règles informelles ou de normes communes entre les membres d'un groupe qui permettent la coopération entre eux... Les normes qui produisent le capital social... doivent substantiellement comprendre la sincérité, la loyauté, la coopération et la réciprocité* »⁴. Pour S. Bowles et H. Gintis (2002), le capital social « *se*

¹ La Porta. R, Lopez de Silanes. F, Shleifer. A et Vishny. R W (2001) : « Trust in Large Organizations », *American Economic Review*, Vol. 87, N°2, p. 333.

² Stiglitz. J (2002) : *op. cit.*, p. 259.

³ Bousrih. L et Trabelsi. M (2005) : « Libéralisation financière, développement financier et crises bancaires : le rôle du capital social », *Revue d'économie financière*, N°81, p. 88.

⁴ Fukuyama. F (1995) : « Trust the Social Virtues and the Creation of Prosperity », *United Free Press*, New York, cité dans Bousrih. L et Trabelsi. M (2005) : *op. cit.*, p. 85.

rapporte généralement à la confiance entre les associés, une bonne volonté de vivre selon les normes de sa communauté et de punir ceux qui ne les respectent pas »¹. Le terme de *capital social* relève initialement de la sociologie et se rapporte aux avantages acquis par les individus à travers leur adhésion aux associations et communautés (P. Bourdieu, 1985), ou encore à l'ampleur et la perfection des relations humaines au sein de la société et à son pouvoir d'avancer (J. Coleman, 1990). Dans ce contexte, un niveau élevé de capital social mène à l'exclusion et à la punition de tous ceux qui dévient de l'ensemble des normes sociales conventionnelles. Toutefois, différents auteurs ont désapprouvé la relation entre le capital social et la confiance, tel J. Jacobs (1961) qui définit le capital social comme « les réseaux de voisinage », alors que J. Coleman (1990) considère que la confiance est le produit du capital social et que F. Fukuyama (1995) met sur le même pied d'égalité la confiance et le capital social. Nous verrons, dans ce qui suit, la relation qui peut exister ainsi que le degré par lequel le capital social incite le développement financier.

II.2. L'effet du capital social sur le développement financier

La relation entre capital social et développement financier a focalisé l'attention d'un ensemble d'économistes, bien que celle-ci n'ait pas suscité autant d'intérêt que la relation entre capital social et développement économique. Seuls les travaux de L. Guiso et *al.* (2000, H. Hong et *al.* (2001), C. Calderon et *al.* (2001) ont clairement abordé le sujet par le biais d'études empiriques mettant en relation des indicateurs de capital social avec des indicateurs de développement financier. L'origine de l'intuition de l'existence d'un lien éventuellement significatif entre ces deux notions provient du fait que le contrat financier entre un créancier et un entrepreneur exige au préalable un certain degré de confiance pour son aboutissement, sa mise en œuvre et le respect de ses clauses. En effet, dans un contrat financier, le prêteur transfère une somme d'argent à l'emprunteur à une date t dans le présent, dans l'espoir de récupérer ladite somme à une date $t+1$ dans le futur. Afin d'éviter un éventuel comportement opportuniste, des clauses additionnelles, comme l'exigence de certaines garanties, viennent compléter le contrat.

¹ Bowles S et Gintis. H (2002) : « Social Capital and Community Governance », *Economic Journal* , Vol. 112, cité dans Bousrih. L et Trabelsi. M (2005) : *ibid.*, p. 85.

Malgré ceci, dans plusieurs cas et selon plusieurs facteurs, les garanties perdent leur efficacité à cause de l'insuffisance de la réglementation en vigueur (comme la difficulté pour le créancier d'accéder à l'appropriation des biens mis en garantie en cas de défaillance de l'emprunteur¹) ou d'un manquement dans le respect d'application des contrats. Même dans l'éventualité d'une stricte application de la réglementation et des lois, les contrats financiers sont intrinsèquement incomplets. Ce fait implique d'une part qu'aucun contrat ne peut garantir à cent pour cent que le créateur sera remboursé, et d'autre part que même au cas où la loi est strictement respectée, la confiance jouera un rôle prépondérant dans la détermination de l'activité et de la profondeur du marché financier. Le facteur confiance est d'autant plus important dans les pays à faible réglementation et protection des droits des créateurs. Par conséquent, un niveau élevé de confiance entre les agents contribue directement à la multiplication de l'établissement de contrats et donc au développement des marchés financiers. En outre, le respect des contrats financiers n'est pas seulement attribuable à la peur de l'application de la loi ; se pose également une question de confiance mutuelle qui règne entre les différents acteurs du marché. En fait, si l'entrepreneur ne respecte pas ses engagements dictés dans le contrat et ne paye pas ses dettes dans le futur, l'utilisation des contrats financiers sera réduite et pourrait amener, en cas de généralisation du phénomène, à une insolvabilité élevée et à une fragilisation du secteur bancaire à un niveau agrégé². Ainsi, le niveau de confiance pourrait être considéré comme un déterminant significatif du développement ou de la détresse bancaire et pourrait même expliquer les différences entre les systèmes financiers et les performances économiques à travers les pays.

Toutefois, comme le dénotent T. Baudassé et T. Montalieu (2004), l'importance du capital social dans les relations financières peut avoir des aspects plus spécifiques³. Effectivement, le banquier, dans le cas de l'octroi d'un crédit, est en situation d'asymétrie d'information par rapport à l'emprunteur, étant donné que ce dernier est mieux informé que lui quant à la rentabilité et la viabilité du projet. Pour venir à bout de cette asymétrie d'information, M. Ferrary (2003) distingue deux méthodes. La première est plutôt de nature cartésienne et objective. C'est l'évaluation des risques instrumentaux. Elle consiste à mesurer la solvabilité du client à partir de données et d'informations objectives. Pour un crédit à un

¹ Nous avons vu, dans la première section de ce chapitre, que les pays de tradition légale civiliste disposent de lois privilégiant l'emprunteur dans ce cas de figure, en empêchant le prêteur d'accéder facilement à ces biens. Ceci est de nature à décourager le prêteur d'établir ce genre de contrats.

² Calderon. C, Chong. A et Galindo. A (2001) : « Structure and Development of Financial Institutions and Links with Trust : Cross-Country Evidence », *Inter-American Development Bank, Research Department Working Papers*, N°444.

³Baudassé. T et Montalieu. T (2004) : « Le capital social : un concept utile pour la finance et le développement », *Document de recherche du Laboratoire d'Economie d'Orléans*, N°25, p. 11-12.

particulier, il s'agit d'étudier quelques aspects et attributs de l'emprunteur comme son âge, sa profession, son revenu, son ancienneté bancaire. Pour le cas des entreprises, il convient d'examiner des documents comptables et d'évaluer certains éléments d'analyse financière. La deuxième méthode est quant à elle beaucoup plus subjective. Il s'agit d'une « évaluation sociale des risques financiers ». Elle consiste à établir, avec les demandeurs de crédit, une relation informelle grâce à laquelle le banquier parvient à collecter un ensemble d'informations d'ordre personnel sur les emprunteurs. Ces informations personnelles sont relatives à l'honnêteté des emprunteurs, donc à leurs qualités humaines, ainsi qu'à la solidité et la viabilité des projets ; c'est-à-dire des informations qui auraient été inaccessibles via une démarche purement professionnelle. Dans cette deuxième approche, le créancier aura une « *stratégie d'infiltration sociale... [consistant à] passer du temps dans les endroits que les clients potentiels fréquentent afin de trouver des individus qui ont des informations et d'apprendre la réputation des acteurs locaux* »¹. Pour illustrer cette méthode, M. Ferrary (2003) donne l'exemple des brasseries parisiennes, détenues majoritairement par des aveyronnais, ce qui a incité une banque à recruter spécialement un membre de la communauté aveyronnaise de Paris pour occuper la fonction de conseiller financier spécialisé dans les crédits octroyés à ces brasseries. Mais le problème de ce type de méthode concerne la relation privilégiée qui peut se tisser entre le conseiller financier en question et les membres de sa communauté, ce qui le conduit à « *évaluer les risques de façon incorrecte parce qu'il veut aider un ami* ». ²

En théorie, le capital social mesuré par le niveau de confiance paraît positivement lié aux mesures de la taille et de l'activité du secteur financier, et négativement lié aux mesures de son efficience. Pour comprendre cette affirmation, il faut revenir à l'essence de l'opération d'intermédiation financière. Celle-ci met en relation un déposant, c'est-à-dire un créancier, avec un emprunteur qui est le débiteur, via un intermédiaire financier. Dans ce processus d'allocation des ressources, les déposants et les prêteurs (ici les intermédiaires financiers) sont tous les deux exposés à un problème d'optimisation, qui fait apparaître quelques risques. Les déposants se trouvent face au risque que l'intermédiaire financier adopte un comportement opportuniste, étant donné que les coûts de sa surveillance (*monitoring*) sont élevés et parfois prohibitifs. Les prêteurs sont confrontés au risque que les débiteurs accusent un défaut de paiement et n'arrivent pas à rembourser les prêts contractés. Dans les deux cas (un

¹ Ferrary. M (2003) : « Trust and Social Capital in the Regulation of Lending Activities », *The Journal of Socio-economics*, Vol. 31, p. 683, cité dans Baudassé. T et Montalieu. T (2004) : *op. cit.*, p. 12.

² *ibid.*, p. 12.

comportement opportuniste de l'intermédiaire financier et un défaut de paiement de l'emprunteur), le détenteur initial risque de perdre le contrôle de ses fonds. L'importance de ces risques et l'impact avec lequel ils affectent la décision des détenteurs de fonds dépendent d'un grand nombre de facteurs, et surtout de celui de la dimension institutionnelle. A l'intérieur de cette dimension institutionnelle, la confiance (le capital social) joue un rôle prépondérant. Un faible niveau de confiance peut exacerber les risques déjà évoqués. En effet, dans ce cas, la probabilité d'une mauvaise conduite de l'emprunteur est plus élevée que dans le cas où le niveau de confiance est important. C'est la raison pour laquelle, dans les pays où la confiance n'est pas un sentiment partagé par l'ensemble de la population, on retrouve des marchés de capitaux à taille réduite.

Les déposants et les prêteurs sont influencés par le niveau de confiance lors de l'établissement d'un contrat financier. Les déposants perdent le contrôle de leurs fonds lorsqu'ils les confient à l'intermédiaire financier, tandis que les créiteurs en perdent le contrôle partiel dès lors qu'ils les transfèrent à un débiteur. Si le niveau de confiance est peu élevé dans une économie, ceci implique que les déposants doutent du fait que les banques vont se comporter honnêtement et convenablement avec leurs fonds. En même temps, les prêteurs vont se douter de l'aptitude des emprunteurs à honorer leurs engagements en matière de remboursement. Ceci est de nature à limiter l'extension de la pratique du crédit, et décourage le recours des épargnants aux banques pour placer leurs fonds. Cette situation provoque automatiquement un ralentissement de l'activité des marchés financiers et de toute l'activité économique en général.

En ce qui concerne l'efficacité des marchés financiers dans le cas d'un bas niveau de confiance, les conclusions théoriques restent les mêmes. Les intermédiaires financiers sont confrontés à des coûts marginaux importants dans les pays où les risques sont élevés. Comme il a déjà été démontré par L. Angbazo (1997) ou K. Pong Wong (1997)¹, ces coûts sont partiellement transférés aux emprunteurs et aux déposants par le biais de marges élevées de taux d'intérêt. Ainsi, si les risques financiers sont exacerbés par un bas niveau de confiance, on peut s'attendre à ce que les mesures de l'efficacité, comme la marge du taux d'intérêt, soient négativement corrélées au niveau de la confiance.

¹ Calderon. C, Chong. A et Galindo. A (2001) : *op. cit.*, p. 8.

L'étude de L. Guiso et *al.* (2000) consacrée à l'influence du capital social sur le développement financier, semble la plus précise quant à cette relation. Les auteurs ont mené leur étude sur différentes régions d'Italie, en utilisant des données microéconomiques au niveau de 8 000 ménages et 3 539 firmes entre 1989 et 1995. Auparavant, ils ont procédé à une série de conjectures théoriques quant à la relation entre le capital social (mesuré par la confiance) et l'allocation du portefeuille entre les titres financiers, l'usage des chèques, l'activité de prêt et les prêts familiaux.

II.2.1 Le capital social et l'allocation du portefeuille

Face à l'exercice d'allocation de son patrimoine financier, L. Guiso et *al.* (2000) considèrent que chaque ménage est confronté au même type d'instruments financiers¹. Toutefois, chacun de ces instruments nécessite un certain degré de confiance de la part de l'investisseur (ici le ménage). A l'une des deux extrémités de la distribution des instruments financiers en fonction du risque, on retrouve les espèces. En retenant ses avoirs financiers sous forme d'espèces, le ménage choisit de ne pas faire confiance aux autres membres de l'économie. Les auteurs s'attendent donc à ce que les ménages vivant dans des régions caractérisées par des bas niveaux de confiance retiennent plus leur épargne sous forme d'espèces.

A l'autre extrémité de la distribution des instruments financiers, il y a les actions. L. Guiso et *al.* (2000) expliquent cette classification par le fait qu'un investisseur en valeurs mobilières reçoit très peu de garanties contractuelles. Ainsi, il accepte d'investir dans ces titres uniquement s'il a une confiance élevée dans lesdits titres et les firmes dans lesquelles il place son épargne. Les auteurs s'attendent donc à ce que les ménages investissent peu dans les valeurs mobilières dans les régions caractérisées par un bas niveau de confiance.

Au milieu de la distribution des instruments financiers par rapport au risque, les auteurs considèrent que les dépôts auprès des banques représentent l'actif financier qui se trouve entre les espèces et les valeurs mobilières. Ils expliquent ce classement par le fait que puisque les déposants perdent en partie le contrôle de leurs avoirs à partir du moment où ils les confient à la banque, ceci nécessite plus de confiance (donc fait plus recours au capital social) que de garder son épargne sous forme d'espèces. Par ailleurs, plusieurs raisons expliquent pourquoi le recours au dépôt des banques nécessite moins de confiance (donc moins de risques) que le

¹ Guiso. L, Sapienza. P et Zingales. L (2000) : « The Role of Social Capital in Financial Development », *NBER Working Paper*, N°7563, p. 12.

recours au placement dans des titres financiers. Premièrement, les dépôts sont immédiatement accessibles sur demande, ce qui limite la crainte de l'épargnant d'être exproprié. Deuxièmement, les dépôts sont généralement assurés, ce qui est de nature à les protéger de la défaillance bancaire. Enfin, pour le cas de l'Italie, pays objet de l'étude de L. Guiso et *al.* (2000), la Banque centrale exerce un contrôle rigoureux sur le système bancaire, afin d'atténuer l'aversion des épargnants à recourir au système bancaire. On verra par la suite les résultats de l'étude empirique menée par les auteurs sur l'incidence du niveau de confiance entre les régions sur l'affectation des actifs financiers évoqués.

II.2.2. Le capital social et le recours aux chèques bancaires

L'usage des chèques est une pratique qui exige un niveau élevé de confiance. En effet, L. Guiso et *al.* (2000) expliquent que la confiance est exigée par le tireur et le bénéficiaire du chèque. Le bénéficiaire doit croire que le tireur dispose de la somme dans son compte, et le tireur doit s'assurer que le bénéficiaire ne falsifiera pas le montant inscrit sur le chèque. De plus, si le chèque est envoyé par la poste, le tireur doit être sûr que le chèque ne sera pas volé et endossé par une autre personne. C'est ce qui explique que les ménages vivant dans des régions à faible niveau de confiance ne seraient pas encouragés à recourir aux chèques bancaires.

II.2.3. Le capital social et l'activité de prêt

L'activité de prêt nécessite un niveau élevé de confiance. Ainsi, les auteurs de l'étude s'attendent à ce que l'offre de prêts aux ménages et aux firmes soit positivement affectée par le niveau général de confiance perçu. Un indice de confiance élevé diminue donc la probabilité qu'un ménage ou une firme se voie refuser l'octroi d'un crédit. L. Guiso et *al.* (2000) n'ont pas négligé l'importance du facteur confiance dans la distribution des prêts, en présence des crédits de nature informelle. Ainsi, et dans le souci de mettre en valeur leur relation, ils considèrent que pour tout type de prêt, un niveau élevé de confiance conduira à la distribution d'un volume élevé de crédits. Sauf qu'en prenant en compte des prêts informels, les auteurs identifient trois forces qui tirent dans la direction opposée à cette affirmation. C'est-à-dire que même en présence d'un bas niveau de confiance, l'activité de prêt peut être florissante. La première force s'appuie sur le fait que le prêt formel et le prêt informel sont substituables. Ainsi, lorsque le prêt formel (celui des banques et institutions financières) est indisponible ou excessivement cher, le recours au prêt informel pourrait représenter une solution alternative. Or, comme il a été mentionné dans le paragraphe précédent, l'accès au

crédit formel est souvent contrecarré par le manque de confiance ; la demande de crédits de la part de la famille et des amis s'accroît dans les régions où le niveau de confiance est bas.

La deuxième force se trouve plutôt du côté de l'offre, à savoir qu'il peut y avoir un effet de substitution dans l'offre de prêts. Dans les régions où le niveau de confiance est bas, le groupe qui bénéficie de l'avantage comparatif le plus élevé dans les activités nécessitant un certain niveau de confiance, comme l'activité de prêt, est celui qui dispose d'un niveau comparativement élevé de confiance (comme les amis ou la famille). Ainsi, même dans ce cas de faiblesse du capital social, l'activité de prêt ne se trouve pas affectée du fait de la substitution des prêts formels par les prêts informels.

Finalement, plusieurs auteurs comme E. Banfield (1958) et F. Fukuyama (1995) ont souligné que des niveaux élevés de confiance à l'intérieur de sous-groupes correspondent généralement à des bas niveaux de confiance par rapport aux autres membres de la communauté¹. Le terme « familialisme amoral », qui est dû à E. Banfield (1958), signifie la présence de hauts niveaux de confiance à l'intérieur d'une famille ou d'une communauté, et son absence ou sa faiblesse en dehors du cercle circonscrit en fonction des attaches familiales ou amicales. Ceci conduit naturellement au transfert des transactions financières du marché à un cercle familial réduit.

Etant donné l'importance de ces trois facteurs, les auteurs de l'étude s'attendent à ce qu'il y ait une corrélation négative entre le niveau de confiance (capital social) et la probabilité de distribution de prêts informels. T. Baudassé et T. Montalieu (2004) ont synthétisé les résultats trouvés par L. Guiso et *al.* (2000) dans un tableau très représentatif.

Tableau V. 1. Les résultats de l'étude de L. Guiso et *al.* (2000) sur la relation entre le capital social et l'approfondissement financier en Italie

| | Espèces | Dépôts | Chèques | Refus de crédit | Prêts familiaux |
|--------------------------------|----------------------|---------------------|-------------------------|---------------------|-------------------------|
| Trust | Négatif à 1% | Positif à 1% | Positif à 1% | Négatif à 1% | Négatif à 1% |
| North | Négatif à 1% | Non significatif | Positif à 1% | Non significatif | Non significatif |
| South | Positif à 1% | Négatif à 1% | Négatif à 1% | Non significatif | Positif à 10% |
| Inefficacité judiciaire | Positif à 10% | Négatif à 1% | Non significatif | Positif à 1% | Non significatif |

Source : Baudassé. T et Montalieu. T (2004) : *op. cit.*, p. 11.

¹ Guiso. L, Sapienza. P et Zingales. L (2000) : *op. cit.*, p. 14.

Ici, la variable « Trust » est une variable explicative, représentative du capital social et mesurée par la participation électorale au niveau de la province. Les variables « North » et « South » sont relatives respectivement aux provinces Nord et Sud de l'Italie. Précisons que des études antérieures menées par les auteurs révèlent que les régions Sud de l'Italie sont déficientes en capital social, alors que le Nord connaît un niveau élevé de confiance. L'inefficacité judiciaire est aussi considérée comme une variable explicative, mesurée par le nombre moyen d'années nécessaires pour rendre un jugement en première instance dans la province où vit le ménage.

Les résultats obtenus sont conformes aux affirmations de la théorie du capital social, à savoir que lorsque la confiance est élevée, les ménages détiennent moins d'espèces, placent plus leur épargne auprès des banques, recourent plus aux chèques, se voient moins refuser l'accès aux crédits et recourent moins aux prêts familiaux. T. Baudassé et T. Montalieu (2004) considèrent que : « *L'inefficacité judiciaire a les mêmes effets qu'une déficience en capital social : elle accroît la détention d'espèces, baisse les dépôts bancaires et accroît les refus de crédit. En effet, on peut admettre que l'inefficacité de la justice accroît la méfiance entre individus car ceux-ci ne peuvent pas se reposer sur la justice en cas de comportement malhonnête d'un agent économique* » (p. 11). D'où l'idée selon laquelle la notion de capital social est le complément naturel du développement institutionnel et légal dans une économie. Toujours selon T. Baudassé et T. Montalieu (2004), le capital social conditionne le développement financier d'un pays, surtout sa bancarisation et l'extension du recours au crédit. « *Cela est assez conforme à l'intuition dans la mesure où la finance est liée à la confiance et donc où l'absence de celle-ci engendre un faible développement de celle-là.* » (p. 11)

II.3. Revue de littérature sur les travaux empiriques liant le développement financier au développement institutionnel et au capital social.

Nous présentons, sous la forme d'un tableau synthétique, les principaux travaux empiriques traitant de la relation entre le développement institutionnel ou le capital social et le développement financier. Il importe de signaler que dans la littérature économique, il y a eu beaucoup plus de travaux, aussi bien théoriques qu'empiriques, sur la relation entre le développement institutionnel et le développement économique que sur la relation entre le développement institutionnel et le développement financier.

Tableau V. 2. Synthèse des travaux empiriques sur le lien entre le développement institutionnel et le développement financier

| Auteurs | Echantillon et période | Objectif | Résultats |
|---|--|--|---|
| <p>Arestis. P et Demetriades. P (1996) : « Finance and Growth : Institutional Considerations and Causality »</p> | <p>France (1953-1991) ; Allemagne (1961-1991) ; Grande-Bretagne (1952-1991) ; Japon (1955-1992) ; Etats-Unis (1949-1991) ; Corée du Sud (1954-1992) ; Inde (1961-1991) ; Grèce (1954-1991) ; Espagne (1957-1992) ; Turquie (1957-1990) ; Mexique (1951-1992) ; Chili (1964-1992)</p> | <p>Etudier la relation causale entre le développement financier et la croissance économique en y intégrant des facteurs spécifiques à chaque pays, comme le cadre institutionnel, et les différences de conduites de politiques s'adressant aux systèmes financiers.</p> | <p>* L'importance du facteur institutionnel et des différences de politiques financières poursuivies dans la relation causale entre le développement financier et la croissance économique. * Les séries temporelles expliquent mieux la relation entre le développement financier et le développement économique, plutôt que les analyses en coupes transversales. * La précision de l'indicateur financier choisi pour représenter le développement financier est importante dans la définition de la relation entre celui-ci et la croissance.</p> |
| <p>Levine. R (1999) : « Law, Finance and Economic Growth »</p> | <p>L'échantillon concerne 77 pays pour la période 1960-1989.</p> | <p>L'auteur se propose d'étudier comment l'environnement judiciaire et légal affecte le développement financier et comment il affecte à son tour la croissance économique.</p> | <p>* Les pays où les intermédiaires financiers fonctionnent le mieux sont les pays bénéficiant de systèmes réglementaires et judiciaires qui protègent le plus les créiteurs et leurs droits. * Les pays ayant plus de transparence quant à la diffusion et publication des informations financières sur leurs entreprises sont les pays qui ont les systèmes d'intermédiation financière les mieux développés. * L'usage des indicateurs de protection des droits des créiteurs, d'efficacité de l'application des contrats et de diffusion des informations comme instruments de la variable du développement financier montre que la partie exogène de cette variable (la partie définie par la qualité de l'environnement institutionnel) agit positivement sur la croissance économique.</p> |
| <p>Guiso. L ; Sapienza. P et Zingales. L (2000) : « The Role of Social Capital in Financial Development »</p> | <p>Les données concernant 9 287 ménages et 4 400 PME en Italie sur la période 1989-1995.</p> | <p>Identifier l'effet du capital social sur le développement financier en exploitant les différences de niveau de confiance (capital social) parmi les différentes régions d'Italie, en recourant à des données microéconomiques concernant les ménages et les firmes.</p> | <p>* Dans les régions du pays, bénéficiant d'un niveau élevé de capital social, les agents investissent plus dans les valeurs mobilières, recourent davantage aux chèques dans leurs règlements et ont plus accès aux crédits institutionnels qu'aux crédits informels. Dans ces régions, les entreprises ont plus de facilité à contracter des crédits et sont plus susceptibles d'avoir plusieurs actionnaires. * La confiance ou le capital social a un effet plus fort parmi les personnes les moins instruites et là où les lois sont les moins appliquées.</p> |
| <p>Calderon. C ; Chong. A et</p> | <p>Une analyse en coupe transversale</p> | <p>L'étude du lien entre</p> | <p>L'existence d'une corrélation entre</p> |

| | | | |
|--|---|--|---|
| Galindo. A (2001) : « Structure and Development of Financial Institutions and Links with Trust : Cross-Country Evidence » | concernant 48 pays sur la période 1980-1994. | le niveau de confiance et un ensemble d'indicateurs de développement financier et de structure financière, pour les pays de l'échantillon. | le niveau de confiance, l'approfondissement financier et la structure financière. |
| Hong. H ; Kubik. J et Stein. J (2001) : « Social Interaction and Stock Market Capitalization » | Les données concernent 7 500 ménages américains dont un des membres est né entre 1931 et 1941. Les données ont été rassemblées en 1992, 1994, 1996 et 1998. | Vérifier par la construction d'un modèle théorique si les interactions sociales influencent la participation et donc le développement des marchés financiers. | Les ménages « sociaux » (ceux qui interagissent le plus avec leur entourage et leurs voisins) investissent relativement plus dans les marchés financiers que les ménages « asociaux ». En outre, l'impact de la sociabilité est plus important dans les Etats où le taux de participation aux marchés financiers est élevé. |
| Johnson. S, McMillan. J et Woodruff. C (2002) : « Property Rights and Finance » | L'échantillon est constitué d'entreprises privées russes et ukrainiennes pour les mois de mai et de juin 1997, et de firmes slovaques, polonaises et roumaines de septembre 1997 à décembre 1997. | Etudier qui de l'insuffisance des droits de propriété ou de l'accès limité au financement extérieur contraint le plus l'investissement privé. | Les entreprises recensées ne réinvestissent pas leurs profits si les droits de propriété ne sont pas bien protégés, même quand les crédits bancaires sont disponibles. |
| Mina. M. W (2002) : « Contract Enforcement, Institutional Stability, and the Level and Maturity of International Debt » | Un échantillon de 83 pays émergents et en voie de développement sur la période 1982-1997 (données annuelles) | Etudier en analysant des données de Panel, l'influence de l'efficacité d'application des termes des contrats déjà établis et l'influence de la stabilité institutionnelle sur l'allongement de la maturité et l'augmentation du niveau de la dette internationale. | * Les pays ayant un faible ratio de mise en application des contrats et souffrant d'une instabilité d'ordre institutionnelle subissent des coûts d'endettement plus élevés que les pays stables du point de vue institutionnel. Il s'ensuit donc une baisse du niveau de la dette extérieure et un raccourcissement de sa maturité. * Une bonne application des termes des contrats ainsi qu'une stabilité institutionnelle permettent d'allonger la maturité des dettes internationales, et même leurs volumes. |
| Alper. C. E et Onis. Z (2003) : « Financial Globalization, the Democratic Deficit and Recurrent Crises in Emerging Markets : The Turkish Experience in the Aftermath of Capital Account Liberalization » | Du début des années 1980 jusqu'à 1989, date de l'expérimentation de l'ouverture du compte capital en Turquie. Et du début des années 1990 jusqu'au début des années 2000. | Etude de l'expérience turque de libéralisation financière et des répercussions de l'adoption de l'ouverture du compte capital en Turquie, en l'absence de fortes institutions démocratiques. | * Il y a un besoin de renforcer la démocratie dans les pays en développement, présentant des caractéristiques comparables à la Turquie. * Puisque la démocratisation de la société est un processus long et difficile, il n'est pas urgent de s'exposer aux risques de la globalisation financière dans l'état actuel des choses. C'est-à-dire en l'absence de fortes institutions démocratiques. |
| Laeven. L et Majnoni. G (2003) : « Does Judicial Efficiency Lower the Cost of Credit » | Une analyse en coupe transversale concernant 106 pays pour des données agrégées et 32 pays pour des données bancaires individuelles. L'étude concernait les années 1999 et 2000. | Etudier l'effet de l'efficacité du système légal et judiciaire sur les <i>spreads</i> de taux d'intérêt bancaires. | La qualité du système légal et judiciaire et le niveau de l'inflation représentent les principaux déterminants des <i>spreads</i> des taux d'intérêt entre les pays. Ceci suggère qu'outre l'amélioration de l'environnement macroéconomique d'ensemble, les réformes judiciaires qui améliorent l'application et la |

| | | | |
|--|--|--|--|
| | | | mise en vigueur des contrats sont décisives pour la réduction des coûts de l'intermédiation financière pour les firmes et les ménages. |
| Guillaumont Jeanneney. S et Kpodar. K (2004) : « Développement financier, instabilité financière et croissance économique » | L'échantillon comprend 115 pays sur la période 1966-2000. | Etudier le lien entre le niveau de développement financier et son instabilité ainsi que leur impact respectif sur la croissance économique. | Une politique de libéralisation financière, destinée à promouvoir le développement financier, doit s'opérer dans un environnement politique et économique adéquat. En l'occurrence, un environnement où l'inflation est maîtrisée, où le contexte macroéconomique est stable et où les institutions légales et politiques sont solides. |
| Klein. M. W (2005) : « Capital Account Liberalization, Institutional Quality and Economic Growth : Theory and Evidence » | L'échantillon comprend 71 pays sur la période 1976-1995. | Etudier l'influence de l'environnement institutionnel et de la libéralisation du compte capital sur la croissance économique | L'existence d'une interaction non monotone de la réponse de la croissance économique à l'ouverture du compte capital et de la qualité institutionnelle. Les pays bénéficiant d'une bonne qualité institutionnelle bénéficient toujours d'un effet positif de l'ouverture du compte capital sur le développement économique. |
| Musacchio. A (2007) : « Law, Politics and Finance : Creditor Rights, Contract Enforcement, and the Rise and Decline of Bond Markets in Brazil, 1850-2002 » | Les lois protégeant les droits des investisseurs au Brésil sur la période 1850-2002. | L'auteur entreprend une étude historique pour le cas du marché brésilien de la dette des entreprises, afin de tester l'hypothèse selon laquelle les dotations initiales du pays ou l'origine des lois déterminent le niveau et l'efficacité de la protection des crédateurs, de l'application des contrats et le développement du marché obligataire brésilien. Autrement dit, il existe une relation invariable dans le temps entre l'origine des lois et le développement financier. | Les lois sur la protection des investisseurs et des crédateurs changent et se modifient dans le temps. Ceci contredit les hypothèses de la « loi et de la finance » stipulées par LLSV (1997, 1998 et 2000), qui considèrent que le cadre réglementaire initial et l'origine des lois (intrinsèquement inamovible) conditionnent les droits qui protègent les crédateurs et le développement financier d'une façon générale. |
| Nabi. M. S et Suliman. O (2008) : « Institutional Environment and the Bank-Growth Nexus » | L'échantillon concerne les 22 pays de la région MENA sur la période 1984-2004. | Déterminer si l'environnement institutionnel affecte la relation causale entre le développement bancaire et la croissance économique. | L'existence d'une relation de causalité bidirectionnelle. La première est l'action du développement bancaire sur la croissance économique, qui est plus intense dans les pays jouissant d'un environnement institutionnel relativement plus développé que les autres pays de la région. La deuxième relation de causalité est l'influence du développement économique sur le développement bancaire, qui indique qu'une économie plus développée est susceptible d'avoir un secteur bancaire plus sophistiqué. |

Conclusion

L'objectif de ce chapitre était de mettre en valeur l'importance d'un élément qui manque à la configuration du développement financier des pays du sud de la Méditerranée. En effet, l'étude de l'état actuel des niveaux de développement financier des économies de la région¹ révèle une inadéquation de l'environnement légal et une insuffisance de l'efficacité du cadre réglementaire capables d'assister les politiques de mise à niveau du secteur financier. D'autant plus qu'ils sont appelés à opérer dans un environnement financier instable, caractérisé par une perte de l'autonomie des pays en développement en matière de choix de politiques économiques. Cette situation les laisse vulnérables face aux risques et dangers apportés par le mouvement de globalisation financière. Nous avons donc essayé de montrer que les différences enregistrées entre les pays en matière de niveau de développement financier peuvent être expliquées par les différences de degré de développement de leurs appareils légaux. Ces systèmes sont eux-mêmes influencés par d'autres facteurs, comme la tradition législative du pays (d'après la théorie de la loi et de la finance), la nature des systèmes politiques en place, les dotations naturelles et initiales dont dispose l'économie. La remarque que nous pouvons émettre à l'issue de cette étude est que les pays dont la tradition légale découle du droit civil français sont ceux qui accusent le retard de développement financier le plus important, relativement aux autres pays. Là, l'intuition nous guide à faire le lien avec la tradition légale des pays du sud de la Méditerranée, qui sont pour la plupart d'influence civiliste. Mais est-ce suffisant pour conclure que c'est à cause de ce facteur que les pays de la région n'ont pas pu assurer le développement de leurs systèmes financiers par l'amélioration du cadre institutionnel ? L'argument nous semble peu convaincant, d'autant que certaines études théoriques et empiriques ont infirmé les apports de la théorie de la loi et de la finance. La même prospection sur ce qui peut influencer le développement des systèmes financiers des pays de la région nous conduit à étudier un autre facteur présenté comme le complément naturel du cadre légal et réglementaire. Il s'agit de la notion de capital social. Là encore, on peut conclure, au vu des études théoriques et empiriques entreprises par les chercheurs, qu'il semble exister une relation directe et positive entre le niveau de confiance dans une économie et l'état de développement de son système financier. Cette relation peut nous guider quant à la recherche des motifs du retard de développement financier des pays de la Méditerranée du Sud. En effet, nous avons vu dans la deuxième partie de ce chapitre que le capital social peut être mesuré par le niveau de confiance dans l'économie, elle-même

¹ Voir le deuxième chapitre.

approximée par le taux de participation à la vie sociale et politique du pays, aux élections, etc. Ceci reflète une volonté de coopération et d'action collective en vue de réaliser des objectifs communs, selon la définition de R. Putnam (1993). Or, c'est ce qui caractérise les systèmes politiques de la région Sud de la Méditerranée. Car ces pays souffrent d'une absence de représentativité politique de leur population, autrement dit, ils souffrent d'un déficit démocratique des institutions politiques, lequel empêche la formation d'un capital social. Les niveaux élevés de corruption recensés par les organismes internationaux spécialisés ne font qu'aggraver la crainte et la défiance de la population envers leurs gouverneurs et les empêchent de coopérer entre eux¹. Cependant, le cas de la Chine, que nous avons étudié au chapitre précédent, représente une exception par rapport à cette affirmation. Pour ce pays, la formation du capital social comme substitut institutionnel était complètement exogène aux institutions démocratiques classiques, alors que le capital social est censé être un élément endogène et apparaît comme un « produit fatal » de la solidité institutionnelle d'un pays. R. Rajan et L. Zingales (2003), dans leur critique de la théorie de la loi et de la finance, ont bien mis en évidence le rôle des structures politiques dans la détermination du niveau de développement financier. Nous avons vu aussi, dans la deuxième partie de ce chapitre, que là où le système d'application des lois et de la réglementation judiciaire est faible, la confiance peut se substituer à l'institution et jouer sa fonction dans l'économie². Comme le remarquent L. Guiso et al. (2000) : « *Alternatively, trust could be the equilibrium outcome of a society where non-legal mechanisms force people to behave cooperatively.* »³ La problématique des pays qui ont fait l'objet de notre étude est qu'ils souffrent de l'inadéquation de l'environnement légal et réglementaire, couplée à un manque de capital social du fait de la défaillance des institutions politiques dans les pays concernés. L'incertitude institutionnelle (imprévisibilité de la justice, changement inattendu des règles du jeu, corruption...) accroît les coûts de transaction, réduit la confiance des investisseurs, détériore leur visibilité et crée, par conséquent, un climat défavorable au développement du secteur financier. Dans le chapitre suivant, nous étudions empiriquement l'incidence de ce manque de développement institutionnel sur le développement financier, dans un environnement d'ouverture financière.

¹ Selon un classement établi par l'agence Transparency International en 2005, sur un ensemble de 158 pays, le Maroc occupait la 78e place. Viennent ensuite l'Algérie (97), la Tunisie (43), la Libye (117), l'Égypte (70), Israël (28), le Liban (83), la Jordanie (37), la Turquie (65) et la Syrie (70). On voit donc qu'à part Israël, la Jordanie et la Tunisie, tous les autres pays se trouvent dans la deuxième moitié des pays ayant l'indice de corruption le plus élevé. On remarque aussi que les pays dont on a vu qu'ils disposent des systèmes financiers les plus développés de la région sont ceux qui ont l'indice le moins élevé de corruption. Ceci sous-tend une relation directe entre la corruption (généralement le développement institutionnel) et le développement financier.

² Le contraire aussi est valable, puisque quand les mécanismes d'application des lois sont efficaces, ceci contribue à élever le niveau de confiance dans l'économie.

³ Guiso, L., Sapienza, P. et Zingales, L. (2000) : *op. cit.*, p. 16.

Etude économétrique des déterminants du développement financier dans un cadre de mondialisation financière, et son incidence sur la croissance économique

L'intégration financière internationale et l'insertion dans la finance mondialisée ont sans doute des avantages et des bienfaits économiques pour les pays qui y prennent part, et spécialement les pays en développement. Or, comme nous l'avons souligné dans le premier et le troisième chapitre, la réalisation de tels bienfaits nécessite un certain nombre de préalables et de conditions aussi bien d'ordre économique qu'institutionnel. Dans le chapitre précédent, nous avons montré l'importance de se doter d'un cadre institutionnel et politique adéquat, pour la réussite de la transition de la libéralisation interne à la libéralisation externe. Le cas de la Tanzanie et de l'Ouganda, qui sont des pays qui souffrent de niveaux de corruption élevés, d'une bureaucratie lourde et d'un haut niveau de collusion entre le pouvoir politique et le système financier, nous montre bien l'importance du facteur institutionnel dans la réussite de la libéralisation financière. C'est pour cette raison qu'il est rationnel de penser qu'un effort d'amélioration de la qualité des institutions et de l'environnement politique est aussi une condition nécessaire à la réussite du développement financier. Outre les conditions économiques concernant les réformes du système financier domestique et les réformes macroéconomiques, il faut aussi s'assurer de mettre au diapason tout l'environnement politique et institutionnel pour éviter une transition nuisible et préjudiciable vers la libéralisation financière totale, même si cette transition se fait d'une manière graduelle. Dans ce dernier chapitre, nous essayons d'étayer, par le biais de deux études économétriques, le socle théorique que nous avons essayé d'ériger lors des chapitres précédents. Ainsi, dans la première section, nous exposons une étude économétrique faite sur les pays du sud de la Méditerranée, à l'issue de laquelle des seuils de développement institutionnels ont été calculés pour marquer le niveau que ces pays doivent atteindre pour que l'insertion dans la finance mondialisée commence à leur être bénéfique. Dans la deuxième étude, nous montrons l'importance de la régulation financière et du développement économique dans la réalisation du développement bancaire sur un échantillon plus large englobant, outre les PSM, l'ensemble des pays du Moyen-Orient.

I. Etude de la relation entre le développement financier, l'ouverture financière et le développement institutionnel

Le modèle étudié dans cette première section est inspiré de celui d'H. Ito (2005)¹, qui a été appliqué sur 108 pays en développement de 1980 à 2000, avec une focalisation sur le cas des pays du Sud-Est asiatique. Nous comparons par la suite les résultats de l'étude d'H. Ito (2005) avec les résultats de l'estimation obtenus.

I.1. Présentation des modèles de base à estimer

L'objectif de l'estimation des coefficients du modèle ci-dessous est d'étudier l'effet de l'ouverture du compte capital et du développement institutionnel, ainsi que leur interaction sur le développement financier. La variable expliquée ici est le développement financier, et les variables explicatives sont le degré d'ouverture du compte capital (ou degré de libéralisation financière externe), le développement institutionnel, l'interaction entre le développement institutionnel et l'ouverture financière externe, ainsi que des variables de contrôle. Le modèle est spécifié dans l'équation (1) :

$$FD_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 KAOPEN_{it-1} + \gamma_2 INS_{it} + \gamma_3 (INS_{it} \times KAOPEN_{it-1}) + X_{it} \tau + U_{it} \quad (1)$$

FD_{it} est une mesure du développement financier pour le pays i à l'instant t .

$KAOPEN_{it-1}$ est une mesure de la libéralisation financière externe du pays i à l'instant $t-1$.

INS_{it} est une mesure du développement légal et institutionnel pour le pays i à l'instant t .

$INS_{it} * KAOPEN_{it-1}$ est l'interaction entre le développement institutionnel et l'ouverture financière.

X_{it} est le vecteur des variables économiques de contrôle.

La régression est conduite sur dix pays du bassin sud de la Méditerranée (Algérie, Egypte, Israël, Jordanie, Liban, Libye, Maroc, Syrie, Tunisie et Turquie) pour la période allant de 1982 à 2005.

¹ Ito. H (2005) : « Financial Development and Financial Liberalization in Asia : Thresholds, Institutions and the Sequence of Liberalization », *The North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 17, N°3.

En partant de l'équation (1), nous remarquons qu'il y a un risque de multicollinéarité, puisque la troisième variable, qui est l'interaction du développement institutionnel et de l'ouverture financière, se présente comme une combinaison linéaire des deux premières variables de la même équation. C'est la raison pour laquelle nous avons ajouté les équations (2) et (3) pour tester la multicollinéarité dans ces deux équations et voir si elle disparaît par rapport à l'équation de départ, qui est l'équation (1). Pour l'équation (4), nous avons introduit une autre variable représentant la libéralisation financière externe à la place de la variable KAOPEN, tout en gardant la structure d'ensemble du modèle. Ce choix est motivé par le souci d'éviter un éventuel problème de multicollinéarité qui pourrait survenir au cas où les estimations seraient seulement basées sur la première équation.

Il s'agit de l'estimation de ces trois autres équations :

$$FD_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 INS_{it} + \gamma_2 (INS_{it} \times KAOPEN_{it-1}) + X_{it} \tau + U_{it} \quad (2)$$

$$FD_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 KAOPEN_{it-1} + \gamma_2 INS_{it} + X_{it} \tau + U_{it} \quad (3)$$

$$FD_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 LANEFINOP_{it-1} + \gamma_2 INS_{it} + \gamma_3 (INS_{it} \times KAOPEN_{it-1}) + X_{it} \tau + U_{it} \quad (4)$$

A partir de l'équation (1), nous avons aussi dérivé d'autres équations à estimer en décomposant la variable INS. En effet, la variable INS représente le niveau de développement institutionnel et légal en général. C'est un indicateur synthétique de six autres indicateurs. L'intérêt de la décomposition de cette variable est la prise en compte d'autres aspects institutionnels spécifiques et plus appropriés à l'étude du développement financier. Les modèles sont présentés par paires : dans la première équation de la paire, l'ouverture financière externe est représentée par la variable KAOPEN ; dans la deuxième équation de la paire, la variable de l'ouverture financière totale est LANEFINOP. L'objectif de cette présentation par paire est de comparer les résultats des équations estimées avec le risque de multicollinéarité (ce sont les équations dont la variable de l'ouverture financière internationale est le KAOPEN) avec les résultats des équations estimées sans multicollinéarité (ce sont les équations où la variable de libéralisation financière externe est le LANEFINOP).

$$FD_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 KAOPEN_{it-1} + \gamma_2 ENFORCE_{it} + \gamma_3 (ENFORCE_{it} \times KAOPEN_{it-1}) + X_{it} \tau + U_{it} \quad (5)$$

$$FD_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 LANEFINOP_{it-1} + \gamma_2 ENFORCE_{it} + \gamma_3 (ENFORCE_{it} \times KAOPEN_{it-1}) + X_{it} \tau + U_{it} \quad (6)$$

$$FD_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 KAOPEN_{it-1} + \gamma_2 PROPERTY_{it} + \gamma_3 (PROPERTY_{it} \times KAOPEN_{it-1}) + X_{it} \tau + U_{it} \quad (7)$$

$$FD_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 LANEFINOP_{it-1} + \gamma_2 PROPERTY_{it} + \gamma_3 (PROPERTY_{it} \times KAOPEN_{it-1}) + X_{it} \tau + U_{it} \quad (8)$$

$$FD_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 KAOPEN_{it-1} + \gamma_2 TRUST_{it} + \gamma_3 (TRUST_{it} \times KAOPEN_{it-1}) + X_{it} \tau + U_{it} \quad (9)$$

$$FD_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 LANEFINOP_{it-1} + \gamma_2 TRUST_{it} + \gamma_3 (TRUST_{it} \times KAOPEN_{it-1}) + X_{it} \tau + U_{it} \quad (10)$$

Nous présentons dans ce qui suit les différentes variables ayant servi à l'estimation de ces modèles.

I.1.1. La présentation des variables des modèles

La présentation des variables servant à effectuer les estimations des équations ci-dessus a été organisée par nature des variables (variables financières, variables institutionnelles, variables économiques)¹.

La variable du développement financier « FD »

C'est la variable endogène dans toutes les équations de (1) à (10). Pour sa construction, nous avons appliqué une analyse en composante principale (ACP) sur quatre indicateurs relatifs au développement financier. Il s'agit du :

- * Ratio des crédits domestiques accordés au secteur privé par rapport au PIB.
- * Ratio des crédits domestiques distribués par le secteur bancaire par rapport au PIB.
- * Ratio des réserves liquides bancaires par rapport aux actifs bancaires.
- * Ratio de la capitalisation boursière par rapport au PIB.

Les trois premières variables sont relatives au développement du secteur bancaire, alors que la dernière est liée au développement des marchés des capitaux. Ces variables sont calculées à partir des statistiques de la Banque mondiale.

¹ Les définitions, les sources de toutes les variables, les composantes des variables de l'estimation ainsi que leurs méthodes de calcul sont présentées dans l'annexe.

La variable de l'ouverture financière totale « KAOPEN »

Elle est mesurée par l'indice de Chinn-Ito de libéralisation financière totale¹. Le KAOPEN peut être aussi considéré comme un indicateur des contrôles de capitaux, puisque plus cet indice est élevé (bas), plus le pays est dit financièrement ouvert (fermé), moins (plus) il pratique les contrôles des capitaux. La méthodologie suivie pour la construction de l'indice affirme aussi cette idée, confirmée par M. Chinn M et H. Ito (2008) qui l'ont établie². L'indice KAOPEN est calculé à partir de quatre variables muettes binaires disponibles dans l'« *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAR)* ». Ces variables fournissent des informations sur l'ampleur et la nature des restrictions sur les transactions financières internationales pour chaque pays. Ces variables sont :

- * k_1 : La variable indiquant l'existence de multiples taux de change.
- * k_2 : La variable indiquant l'existence de restrictions sur les transactions du compte courant.
- * k_3 : La variable indiquant les restrictions sur les transactions en capital.
- * k_4 : La variable indiquant l'obligation de rapatrier les revenus de l'exportation.

Afin de calculer l'effet de l'ouverture financière plutôt que les contrôles des capitaux, les auteurs ont inversé les valeurs de ces variables binaires, de telle sorte que les variables k_i (avec $i = 1, 2, 3, 4$) deviennent égales à 1 quand les restrictions ne sont pas existantes (alors qu'à l'origine, elles sont égales à 1 quand il y a restrictions). Cela n'empêche pas de le considérer aussi comme un indicateur de contrôles des capitaux.

La variable de l'ouverture financière totale « LANEFINOP »

Il s'agit de la variable d'ouverture financière internationale *de facto*, contrairement à la précédente qui est construite par Chinn-Ito, considérée comme une variable d'ouverture financière *de jure*. L'approche de P. R. Lane et G. M. Milesi-Ferreti (2006) est que la somme des actifs et passifs étrangers par rapport au PIB peut être assimilée à un indicateur de libéralisation financière externe, plus pratique que KAOPEN.

¹ Chinn. M et Ito. H (2008) : « A New Measure of Financial Openness », *Journal of Comparative Policy Analysis : Research and Practice*, Vol. 10, N°3.

² Les détails de la construction de l'indice sont disponibles dans l'annexe IV.

La variable du développement institutionnel « INS »

La méthode de l'ACP a été aussi utilisée pour construire l'indicateur de développement institutionnel et légal (INS). Nous avons construit cet indicateur à partir des six indicateurs institutionnels suivants :

- * Contrôle de la corruption (*Control of Corruption*).
- * Respect des lois (*Rule of Law*).
- * Qualité de la bureaucratie (*bureaucratic quality*).
- * Tensions sociales (*Ethnic Tensions*)¹.
- * Risque de répudiation des contrats (*Repudiation of Government Contracts*).
- * Risque d'expropriation par l'Etat (*Expropriation Risk*)

Pour la période 1982-1997, l'échelle de notation des indicateurs « Contrôle de la corruption », « Respect des lois », « Qualité de la bureaucratie » et « Tensions sociales » se situe entre 0 et 6, alors que les valeurs des indicateurs « Risque de répudiation des contrats » et « Risque d'expropriation par l'Etat » sont comprises entre 0 et 10. Pour la période 1998-2005, les indicateurs du « Contrôle de la corruption », « Respect des lois », « Tensions sociales » sont toujours notés entre 0 et 6, mais la variable « Qualité de la bureaucratie » est notée entre 0 et 4. Pour la période 1998-2005, les variables « Risque de répudiation des contrats » et « Risque d'expropriation par l'Etat » ont été remplacées, dans la base de données source, par la variable « Profil d'investissement »,² dont les valeurs sont comprises entre 0 et 12. Nous avons donc divisé par 3/2 les valeurs des indicateurs notés entre 0 et 6, par 5/2 les valeurs des indicateurs notés entre 0 et 10, et par 3 les valeurs des indicateurs notés entre 0 et 12. Le but de cette manœuvre est d'harmoniser l'échelle de notation de toutes ces variables, afin de construire un indicateur homogène de l'état du développement institutionnel et légal. Toutes ces variables ont été collectées par le Centre IRIS de l'université du Maryland à partir de la base ICRG (*International Country Risk Guide*), qui est une publication mensuelle du groupe PRS.

¹ Le terme original est « *Ethnic Tensions* » tel qu'il apparaît dans la base, mais d'après la définition de la variable, on a trouvé qu'elle était conçue pour évaluer plus les tensions sociales que seulement les tensions ethniques. La définition de la variable est présentée en annexe.

² Cette même variable est composée de trois autres variables, à savoir la viabilité des contrats, la longueur des délais de paiement et la facilité de rapatriement des profits par les investisseurs étrangers.

Dans ce qui suit, nous présentons les variables institutionnelles qui ont été utilisées dans les équations (5), (6), (7), (8), (9) et (10), sachant que dans ces équations, nous n'avons changé que la variable du développement institutionnel pour introduire d'autres variables de nature institutionnelle mais plus spécifiques à l'étude du développement financier.

La variable de l'efficacité d'application des lois « ENFORCE »

C'est un indicateur synthétique qui regroupe d'autres variables par la méthode de l'analyse en composantes principales (ACP). Cette variable évalue l'autorité législative ou l'efficacité de l'application des lois dans une économie. Des valeurs élevées de cet indicateur sont susceptibles d'encourager les investissements et l'établissement de transactions financières.

La construction de cette variable est inspirée du travail de T. Beck, A. Demirguç-Kunt et R. Levine (2001)¹ qui ont construit cette variable ENFORCE à partir des variables : « Respect des lois » et « Risque de répudiation des contrats par le gouvernement ». Pour la construction de cette variable pour notre cas, nous avons appliqué l'ACP sur les variables : « Respect des lois », « Risque d'expropriation » et « Risque de répudiation des contrats par le gouvernement » pour la période 1982-1997. Pour la période 1998-2000, nous avons appliqué l'ACP sur les deux variables : « Respect des lois » et « Profil d'investissement ». Cette dernière variable a remplacé, dans la base de données source, les deux variables « Risque de répudiation des contrats » et « Risque d'expropriation par l'Etat ». Pour la période 2001-2005, nous avons ajouté la variable « Force de la législation » (*Legislative Strength*), qui représente la force d'application des lois promulguées.

La variable de la protection des droits des propriétaires « PROPERTY »

C'est l'indice de la protection de la propriété privée, que nous pouvons aussi assimiler à l'indice de la protection des droits des créiteurs. Cet indice a été construit, toujours par la méthode de l'ACP, à partir de trois autres variables : « Contrôle de la corruption », « Risque d'expropriation » et « Risque de répudiation des contrats par le gouvernement », pour la période 1982-1997. Pour la période 1998-2005, nous l'avons construit à partir des variables : « Contrôle de la corruption » et « Profil d'investissement », vu que les deux autres variables ont été remplacées par cette dernière dans la base de données source. Cet indicateur mesure le

¹ Beck, T, Demirguç-Kunt, A et Levine, R (2001) : *op. cit.*, p. 26.

degré selon lequel les lois des faillites protègent les banques et donc le degré selon lequel elles facilitent et encouragent l'activité de prêt. Des valeurs élevées de cette variable indiquent que ces lois incitent à l'expansion et à l'élargissement de la distribution des crédits et donc au développement financier. La construction de cette variable est inspirée du travail de K-H. Bae et V. Goyal (2003)¹ qui ont adopté la même méthodologie.

La variable du capital social « TRUST »

C'est l'indice qui donne une appréciation du niveau de confiance dans une économie. La confiance est considérée comme une estimation du niveau de capital social dans un pays, puisque, comme nous l'avons déjà vu dans le chapitre précédent, le niveau du capital social dans un pays donne une idée sur le niveau de confiance qui règne entre les membres d'une société. Le niveau de confiance est important dans la détermination du développement financier en général et du niveau de développement bancaire en particulier. Le choix de cette variable s'explique par l'importance de son rôle dans le développement financier de la Chine, et qui a fait de ce pays une exception dans sa région. Les théoriciens lui attribuent le bénéfice d'avoir évité au gouvernement chinois d'affronter la crise asiatique qui a frappé la région à la fin des années quatre-vingt-dix. L'autre motif théorique du choix de cette variable s'explique aussi à partir des conclusions tirées des deux précédents chapitres. En effet, nous avons pu constater que la Chine, malgré son déficit démocratique et la faiblesse de son infrastructure institutionnelle, a réussi à avoir un développement économique important véhiculé par un système financier solide et dynamique. Ceci ne confirme pas la théorie de la loi et de la finance étudiée au chapitre précédent. Or, les enseignements de l'étude de l'expérience chinoise au quatrième chapitre nous ont révélé que la réussite de la Chine repose sur une infrastructure institutionnelle informelle, différente du développement institutionnel standard considéré par la théorie de R. La Porta et al. (1998). L'idée de l'introduction de cette variable TRUST est de voir si pour les PSM, il existe aussi une infrastructure institutionnelle parallèle reposant sur la confiance et le capital social, qui n'apparaît pas dans les mesures du développement institutionnel standard, et sur laquelle repose le développement financier de ces pays. La source de calcul de cette variable TRUST est le *World Values Survey*.

¹ Bae. K-H et Goyal. V (2003) : « Property Rights Protection and Bank Loan Pricing », <http://ssrn.com/abstract=423820>, p. 2.

Le vecteur des variables macroéconomiques de contrôle « X »

Le modèle est complété par une série de variables macroéconomiques de contrôle habituellement introduites dans ce genre d'estimations. Il s'agit des données suivantes :

* Taux d'inflation : c'est la variable qui représente la politique macroéconomique¹. Le choix de cette variable est légitimé par l'importance d'adopter une politique macroéconomique adéquate dans le cadre d'une politique de libéralisation financière graduelle, comme nous l'avons présenté dans le troisième chapitre. Le taux d'inflation est aussi inclus dans l'analyse parce qu'il est susceptible d'influencer les décisions économiques, notamment en matière de placement. En effet, un taux d'inflation élevé risque de décourager le recours à l'intermédiation financière, et encourage par contre le placement dans des actifs réels, tel l'immobilier, etc.

* PIB par tête en termes de PPA : le PIB par tête est ici représenté dans l'équation d'analyse, car une abondante littérature attribue le développement financier à la sophistication des structures économiques associée à une augmentation des revenus dans une économie donnée. D'autant plus que nous avons vu, dans le cadre du premier chapitre, que le développement économique peut être assimilé à un facteur déterminant dans le processus de développement financier.

* Ouverture commerciale extérieure : le degré d'ouverture commerciale, calculé par le ratio de la somme des importations et des exportations par rapport au PIB, est inclus comme une variable de contrôle *ad hoc*. Toujours dans le cadre d'une politique macroéconomique adéquate à une libéralisation financière totale graduelle, nous avons vu qu'il serait plus judicieux de commencer par une ouverture commerciale extérieure avant de passer à une ouverture du compte capital. La relation entre l'ouverture commerciale et l'ouverture financière sera explicitée dans une sous-section ultérieure.

I.1.2. Les tests économétriques

Une série de tests économétriques usuels ont été menés sur l'ensemble des équations et variables des modèles estimés. Il s'agit en premier des tests de stationnarité, de colinéarité, de causalité, d'endogénéité, de Hausman, de validité des instruments, de Ramsey Reset et enfin

¹ Guillaumont Jeanneney. S et Kpodar. K. R (2004) : *op. cit.*, p. 15.

des tests de Skewness-Kurtosis de normalité des erreurs.

a. Les tests de stationnarité

Pour tester la stationnarité des variables employées dans les estimations, nous avons eu recours aux tests de stationnarité de 1^{re} génération et aux tests de stationnarité de 2^e génération. Les tests de 1^{re} génération concernant les données de Panel sont les tests de A. Levin et C. F. Lin (1992) ; K.S. Im, M. H. Pesaran et Y. Shin (1997) ; G.S. Maddala et S. Wu (1999) et K. Hadri (2000). Concernant ces tests, C. Hurlin et V. Mignon (2006) notent que : « Une des questions centrales des tests de racine unitaire en panel est celle de la forme de l'hétérogénéité du modèle utilisé pour tester la racine unitaire. La forme la plus simple d'hétérogénéité est celle qui consiste à postuler l'existence de constantes spécifiques à chaque individu. Il s'agit bien entendu du modèle à effets individuels (spécifiés de façon fixe ou aléatoire), qui traduit une hétérogénéité uniquement du niveau moyen mais qui conserve l'hypothèse d'homogénéité des autres paramètres du modèle et en particulier de la racine autorégressive. C'est notamment ce type de modélisation qu'utiliseront les premiers tests de racine unitaire de Levin et Lin (1992). Mais très rapidement, cette conception de l'hétérogénéité limitée aux seuls effets individuels ou aux tendances déterministes est apparue peu plausible dans le cas des applications macroéconomiques. »¹ Ils continuent leur analyse en ces termes : « Ainsi, un premier mouvement s'est dessiné dans le contexte des tests de première génération allant vers une prise en compte d'une plus grande hétérogénéité de la dynamique de la série étudiée [...]. Les premiers tests de racine unitaire sur panels hétérogènes ont alors été proposés par Im, Pesaran et Shin (1997) et Maddala et Wu (1999). Ces tests autorisent, sous l'hypothèse alternative, non seulement une hétérogénéité de la racine autorégressive mais aussi une hétérogénéité quant à la présence même d'une racine unitaire dans le panel. »² Ajoutons à cela que cette première génération de tests repose sur l'hypothèse d'indépendance interindividuelle des résidus. Ces tests ont été prolongés par une deuxième génération de tests, plus récente ; ils stipulent qu'il n'y a pas de raison de considérer cette hypothèse d'indépendance. « Ils proposent d'exploiter ces comouvements pour définir de nouvelles statistiques de test. Tout le problème consiste alors à proposer le test permettant la prise en compte la plus générale des différentes formes possibles de dépendances entre individus. »³

¹ Hurlin. C et Mignon. V (2006) : « Une synthèse des tests de racine unitaire sur données de Panel », *Economie et Prévision*, N°169-170, Vol. 3-4, p. 253.

² Hurlin. C et Mignon. V (2005) : *ibid.*, p. 254.

³ *ibid.*, p. 254.

C'est en suivant ces nouvelles évolutions de la théorie économétrique que nous avons essayé de tester la stationnarité des paramètres du modèle.

b. *Les tests de colinéarité*

Comme il a été déjà expliqué ci-dessus, nous pouvons soupçonner l'existence d'un problème de colinéarité, d'après l'écriture de l'équation (1). C'est la raison pour laquelle un test de colinéarité a été appliqué sur cette équation pour détecter la variable susceptible d'être la source de cette colinéarité. Les résultats de ce test, obtenus à l'aide du logiciel STATA, sont présentés dans le tableau suivant.

```
collin l.kaopen ins ins.lkaopen pib infl trade
Collinearity Diagnostics
```

Tableau VI. 1. Test de colinéarité pour l'équation (1)

| Variable | VIF | SQRT VIF | Tolerance | R-Squared |
|--------------------|------------|-----------------|------------------|------------------|
| L.KAOPEN | 21.26 | 4.61 | 0.0470 | 0.9530 |
| INS | 1.47 | 1.21 | 0.6802 | 0.3198 |
| INS.LKAOPEN | 20.87 | 4.57 | 0.0479 | 0.9521 |
| PIB | 1.37 | 1.17 | 0.7278 | 0.2722 |
| INFL | 1.39 | 1.18 | 0.7199 | 0.2801 |
| TRADE | 1.42 | 1.19 | 0.7040 | 0.2960 |

Source : calcul de l'auteur par le logiciel STATA

Pour détecter la colinéarité, il faut voir les valeurs que prennent les VIF, à savoir les « *variance inflation factor* ». Si cette valeur est supérieure à 10 pour une variable, c'est qu'elle peut être source de colinéarité. Pour notre cas, ce sont les variables de l'ouverture financière totale KAOPEN et de l'interaction de l'ouverture financière avec le développement institutionnel KAOPEN*INS qui posent ce problème. C'est ce qui explique notre recours aux équations (2), (3) et (4), dont voici respectivement les résultats du même test de colinéarité.

collin ins ins.lkaopen pib infl trade

Collinearity Diagnostics

Tableau VI. 2. Test de colinéarité pour l'équation (2)

| Variable | VIF | SQRT VIF | Tolerance | R-Squared |
|--------------------|------------|-----------------|------------------|------------------|
| INS | 1.47 | 1.21 | 0.6811 | 0.3189 |
| INS.LKAOPEN | 1.09 | 1.05 | 0.9145 | 0.0855 |
| PIB | 1.37 | 1.17 | 0.7305 | 0.2695 |
| INFL | 1.33 | 1.15 | 0.7499 | 0.2501 |
| TRADE | 1.23 | 1.11 | 0.8150 | 0.1850 |

Source : calcul de l'auteur par le logiciel STATA

collin l.kaoopen ins pib infl trade

Collinearity Diagnostics

Tableau VI. 3. Test de colinéarité pour l'équation (3)

| Variable | VIF | SQRT VIF | Tolerance | R-Squared |
|-----------------|------------|-----------------|------------------|------------------|
| L.KAOPEN | 1.11 | 1.06 | 0.8979 | 0.1021 |
| INS | 1.47 | 1.21 | 0.6809 | 0.3191 |
| PIB | 1.36 | 1.17 | 0.7336 | 0.2664 |
| INFL | 1.32 | 1.15 | 0.7581 | 0.2419 |
| TRADE | 1.27 | 1.12 | 0.7904 | 0.2096 |

Source : calcul de l'auteur par le logiciel STATA

collin l.lanefinop ins ins.lkaopen pib infl trade

Collinearity Diagnostics

Tableau VI. 4. Test de colinéarité pour l'équation (4)

| Variable | VIF | SQRT VIF | Tolerance | R-Squared |
|--------------------|------------|-----------------|------------------|------------------|
| L.LANEFINOP | 2.27 | 1.51 | 0.4405 | 0.5595 |
| INS | 1.52 | 1.23 | 0.6566 | 0.3434 |
| INS.LKAOPEN | 1.15 | 1.07 | 0.8667 | 0.1333 |
| PIB | 1.44 | 1.20 | 0.6938 | 0.3062 |
| INFL | 1.35 | 1.16 | 0.7417 | 0.2583 |
| TRADE | 2.50 | 1.58 | 0.4000 | 0.6000 |

Source : calcul de l'auteur par le logiciel STATA

Le problème de colinéarité disparaît pour les équations (2) et (3), puisque nous avons supprimé alternativement les deux variables qui peuvent être la source du problème (les VIF n'ont pas dépassé 10 pour les deux cas de figure). De même pour l'équation (4), où la variable de l'ouverture financière *de jure* a été remplacée par celle de l'ouverture financière *de facto*.

c. Les tests de causalité

Des tests de causalité ont été appliqués entre l'ensemble des variables explicatives et la variable expliquée, en l'occurrence le développement financier, pour les différentes équations. Il s'agit de tester l'hypothèse nulle de la non-existence d'une causalité au sens de Granger entre deux variables. Si la *p-value* trouvée est supérieure à 5%, l'hypothèse nulle est admise ; sinon, nous admettons qu'une des variables cause l'autre au sens de Granger. Les résultats exposés en annexes nous montrent que la variable FD relative au développement financier cause au sens de Granger la variable INFL qui représente le taux d'inflation. Ceci signifie que les valeurs actuelles de la variable du développement financier sont la cause des valeurs retardées de la variable du taux d'inflation. Notons, pour notre cas, qu'il ne s'agit pas d'une boucle rétroactive, puisque l'INFL ne cause pas FD.

d. Les tests d'endogénéité

Une variable est dite endogène dans une équation économétrique, lorsqu'elle n'est pas indépendante des termes de l'erreur, ce qui risque d'entraîner un biais d'estimation des coefficients. Dans ce cas de figure, l'hypothèse 6 des hypothèses de Gauss-Markov n'est pas vérifiée. Pour remédier à ce problème, il faut instrumenter la variable endogène par une autre variable, qui lui est fortement corrélée, tout en étant indépendante des termes de l'erreur. C'est la méthode des doubles moindres carrés (DMC). Une série de tests d'endogénéité, dits tests de Nakamura Nakamura, ont été effectués pour l'ensemble des variables des équations présentées ci-dessus, et nous avons trouvé que la variable INFL relative au taux d'inflation est une variable endogène pour les équations (1), (5) et (7), alors que pour le reste des équations, à savoir (4), (6), (8), (9) et (10), la variable du taux d'inflation INFL n'était pas endogène. Néanmoins, nous avons aussi appliqué des tests d'endogénéité globale pour vérifier s'il faut appliquer une estimation en moindres carrés ordinaires (MCO) ou en doubles moindres carrés (DMC) pour le cas des équations où la variable INFL n'était pas une variable endogène – en l'occurrence les équations (4), (6), (8), (9) et (10). Nous avons trouvé que l'estimation en DMC était plus appropriée pour le cas des équations (4) et (6).

La procédure du test d'endogénéité est la suivante : la variable INFL est régressée sur toutes les variables exogènes du modèle. En deuxième étape, nous récupérons les résidus de cette estimation et nous les insérons dans l'équation initiale comme variable exogène. Enfin, nous testons la significativité du coefficient des résidus. Nous avons trouvé la *p-value*

inférieure à 5%, ce qui signifie que la variable INFL peut être considérée comme une variable endogène au système. L'ensemble des autres variables sont par contre exogènes.

e. Les tests de Hausman

Une série de tests de Hausman a été effectuée pour toutes les équations présentées. Le test de Hausman permet de distinguer si le modèle est à effets fixes ou à effets aléatoires. La procédure du test, présenté en annexes pour les deux équations majeures du système (l'équation 1 et l'équation 4), est la suivante : il s'agit d'effectuer la régression en premier lieu sur le modèle en effets fixes, d'enregistrer le résultat puis d'effectuer l'estimation sur le modèle en effets aléatoires. Le test de spécification de Hausman permet de tester laquelle de ces deux hypothèses est appropriée aux données. Si la probabilité du test est inférieure à 10%, c'est que le modèle à effets fixes est préférable au modèle à effets aléatoires, ce qui était le cas des équations (1), (4), (5) et (7). Si par contre, la probabilité du test est supérieure à 10%, ceci ne nous permet pas de différencier le modèle à effets fixes du modèle à effets aléatoires. Pour les départager, nous avons eu recours au calcul des variations intra et interindividuelles des variables. Si la variation interindividuelle est plus forte que la variation intra-individuelle, c'est que le modèle à effets aléatoires est préférable à celui à effets fixes, ce qui est le cas des équations (6), (8), (9) et (10).

f. Test de Sargan de validité des instruments

Le test de suridentification de Sargan permet de tester la validité des instruments utilisés dans les régressions en doubles moindres carrés. Nous avons donc appliqué ce test sur les équations (1), (4), (5), (6) et (7), puisque ce sont les équations estimées en DMC. Le test de Sargan se fait par étape. Nous estimons au début l'équation structurelle par les DMC, puis nous récupérons les résidus. Les résidus récupérés sont ensuite régressés sur toutes les variables exogènes, y compris les instruments choisis ; puis, nous récupérons le R^2 . La dernière étape consiste à tester l'hypothèse nulle de validité des instruments : la statistique du test est $n \cdot R^2$ qui suit la loi de χ^2 à q degrés de liberté, n étant le nombre d'observations et q le nombre d'instruments extérieurs au modèle moins le nombre de variables explicatives endogènes¹. Les résultats de ces tests sont rapportés dans le tableau 5 relatif aux résultats des estimations.

¹ Kpodar. K (2005) : « Manuel d'initiation à Stata (Version 8) », Centre d'Etudes et de Recherches sur le Développement International, p. 41.

g. Test de Ramsey Reset de spécification du modèle

Le test de Ramsey Reset permet de tester l'omission de variables explicatives pertinentes ou une mauvaise spécification du modèle. Il s'agit de tester l'hypothèse nulle de la non-omission de variables. Si la *p-value* trouvée est supérieure à 5%, nous admettons l'hypothèse nulle, sinon, nous admettons que le modèle n'est pas bien spécifié. Les résultats de ces tests sont rapportés dans le tableau 5 relatif aux résultats des estimations.

h. Le test de normalité des résidus

Pour pouvoir effectuer les tests de Student sur les paramètres, il convient de vérifier la normalité des erreurs. Le test de C. M. Jarque et A. K. Bera (1987) est fondé sur la notion de *skewness* (l'asymétrie de la distribution) et de *kurtosis* (l'aplatissement-épaisseur des queues de distribution). Ce test de normalité sert aussi dans le cas où il y a une hétéroscédasticité. En effet, l'hétéroscédasticité se manifeste sur le graphe de la distribution par des queues de probabilité plus épaisses (distribution leptokurtique) que les queues de la loi normale¹. Les résultats de ces tests de normalité des résidus sont exposés dans les annexes.

I.1.3. La méthode économétrique

Etant donné que les tests usuels effectués nous ont révélé la possibilité de l'existence d'une variable endogène, à savoir la variable du taux d'inflation, la méthode économétrique adoptée était la méthode des doubles moindres carrés (DMC). Cette méthode est adéquate pour traiter le problème d'endogénéité d'une ou de plusieurs variables explicatives. L'application de cette méthode passe par l'introduction de variables, dites variables instrumentales, fortement corrélées à la variable endogène mais complètement indépendantes des termes de l'erreur. Cela permet de se conformer à l'hypothèse 6 des hypothèses de Gauss-Markov. Par souci de vérification de la robustesse des résultats de régression, nous avons aussi estimé les équations par la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO) et la méthode du GMM. Nous reviendrons avec plus de détails sur cette dernière méthode dans la deuxième étude effectuée dans la deuxième section de ce chapitre.

¹ Bourbonnais. R (2003) : « Econométrie », *Dunod*, 5^e édition, Paris, p. 230.

I.2. Présentation et interprétation des résultats de l'estimation

Les résultats de l'estimation des équations (1) et (4) sont respectivement reportés dans le tableau 5 ci-après.

Tableau. VI. 5 : Relation entre le développement financier, l'ouverture financière et le développement institutionnel et légal

| Variables | Signe Attendu | (1) | | | (4) | | |
|--------------------------------------|---------------|----------------------|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|---------------------|
| | | MCO | DMC | GMM | MCO | DMC | GMM |
| KAOPEN (t-1) | (+) ou (-) | -0,456 (0,000)*** | -0,45 (0,000)*** | -0,798 (0,000)*** | | | |
| LANEFINOP (t-1) | (+) ou (-) | | | | -0,352 (0,000)*** | -0,324 (0,000)*** | -0,316 (0,042)** |
| INS | (+) | -0,01 (0,936) | 0,0081 (0,954) | 0,223 (0,298) | -0,008 (0,951) | -0,026 (0,846) | 0,119 (0,724) |
| INS.KAOPEN (t-1) | (+) | 0,288 (0,000)*** | 0,277 (0,000)*** | 0,515 (0,000)*** | 0,04 (0,006)** | 0,03 (0,077)* | 0,058 (0,044)** |
| PIB | (+) | 0,468 (0,001)*** | 0,336 (0,111) | -0,028 (0,913) | 0,17 (0,108) | 0,137 (0,359) | -0,127 (0,622) |
| INFL | (-) | 0,097 (0,005)** | 0,0345 (0,518) | -0,075 (0,084)* | 0,0515 (0,17) | 0,0099 (0,823) | -0,042 (0,383) |
| TRADE | (+) | -0,305 (0,117) | -0,25 (0,144) | 0,676 (0,000)*** | 0,28 (0,169) | 0,209 (0,238) | 0,595 (0,039)** |
| Constante | | 0,47 (0,648) | 1,413 (0,38) | 4,193 (0,045)** | 3,573 (0,000)*** | 3,7 (0,002)** | 5,7 (0,008)** |
| Test de Hausman | | 14,8 (0,021) | | | 11,91 (0,064) | | |
| Test de Sargan | | 0,7636 (0,3) | | | 2,706 (0,1) | | |
| Test de Ramsey Reset | | 4,65 (0,199) | | | 6,08 (0,107) | | |
| Test de normalité des résidus | | 4,64 (0,098) | | | 4,64 (0,098) | | |
| Test de Hansen | | | | | 0,00 (1) | | |
| AR(1) | | | | | 0,98 (0,326) | | |
| AR(2) | | | | | -0,93 (0,354) | | |
| Test de Wald | | | | | 109,41 (0,000) | | |
| Nombre d'observations | | 180 | 176 | 180 | 180 | 176 | 180 |
| R² | | 0,71 | 0,19 | | 0,24 | 0,27 | |

Notes : ***significativité à 1%, ** significativité à 5%, * significativité à 10%. Toutes les variables sont exprimées en logarithme népérien, sauf les variables $KAOPEN_{t-1}$, $LANEFINOP_{t-1}$. La variable dépendante est la variable du développement financier. La p-value est (.). Le test de Hausman correspond à la statistique du test de Hausman, avec la p-value entre parenthèses. Le test de Sargan correspond à la statistique du test de validité des instruments, avec la p-value entre parenthèses : l'hypothèse nulle est la validité des instruments. Le test de Ramsey Reset correspond à la statistique du test d'omission de variables explicatives, avec la p-value entre parenthèses : l'hypothèse nulle indique que le modèle n'admet pas de variables omises. Le test de normalité des résidus correspond à la statistique du test de Jarque-Bera avec la p-value entre parenthèses : l'hypothèse nulle est que les erreurs suivent la loi normale centrée et réduite. Le test de Hansen correspond à la statistique du test de validité des instruments pour l'estimation en GMM, avec la p-value entre parenthèses : l'hypothèse nulle est la validité des variables retardées en niveau et en différences comme instruments. AR(1) : statistique d'Arellano-Bond du test d'autocorrélation des erreurs du premier ordre, avec la p-value entre parenthèses : l'hypothèse nulle est l'absence d'autocorrélation de premier ordre. AR(2) : statistique d'Arellano-Bond du test d'autocorrélation des erreurs de second ordre, avec la p-value entre parenthèses : l'hypothèse nulle est l'absence d'autocorrélation de second ordre. Le test de Wald est la statistique du test de significativité conjointe des variables explicatives, avec la p-value entre parenthèses : l'hypothèse nulle est la non-significativité conjointe des variables explicatives.

Les coefficients qui nous intéressent dans ces séries d'estimation sont ceux qui sont relatifs à l'ouverture financière internationale (KAOPEN et LANEFINOP), la variable du développement institutionnel (INS), ainsi que l'interaction entre ces deux variables (INS*KAOPEN).

La lecture de ces résultats nous révèle que la libéralisation financière externe exerce un effet négatif sur le développement financier. Ce résultat est vérifié dans les deux situations : pour le cas où la libéralisation du compte capital est représentée par l'indice KAOPEN (libéralisation financière externe *de jure*) ; et pour le cas de l'indice LANEFINOP (libéralisation financière externe *de facto*). En revanche, cet effet d'ouverture devient positif quand on conditionne la libéralisation financière externe par le niveau de développement institutionnel, puisque les coefficients de la variable $INS*KAOPEN_{t-1}$ sont tous positifs d'après les résultats de l'estimation. Intéressons-nous donc à l'effet total de l'ouverture financière totale : l'ouverture financière totale est supposée agir directement sur le développement financier par le biais du coefficient γ_1 , et d'une manière indirecte et conditionnée par le développement légal et institutionnel via le coefficient γ_3 . En effet, l'incidence totale de l'ouverture du compte capital peut être représentée par cette équation :

$$\text{L'effet total de l'ouverture financière} = (\gamma_1 + \gamma_3 \overline{INS}) KAOPEN_{it-1}$$

Où \overline{INS} représente la moyenne de la variable du développement institutionnel.

Si nous prenons en considération l'interprétation de l'équation (1), l'effet total d'une augmentation d'une unité de l'indice d'ouverture financière totale coûtera (0,037) de moins d'unités de l'indicateur du développement financier. Autrement dit, quand l'indice d'ouverture financière totale augmente d'une unité, l'indice de développement financier recule de (0,037), étant donné que la moyenne du développement institutionnel pour tous les pays de l'échantillon et sur toute la période 1982-2005 est de 1,495 et que la méthode d'estimation utilisée est celle des DMC.

Pour l'élaboration de cette première étude, notre objectif est de calculer des seuils de développement institutionnel, à partir desquels l'ouverture du compte capital devient bénéfique au développement financier. Autrement dit, nous essayons de déterminer à partir de quels niveaux de développement institutionnel une éventuelle libéralisation financière externe apportera aux PSM les bénéfices escomptés. Ainsi, l'ouverture du compte capital peut amener

à un niveau supérieur ou inférieur de développement financier et ce, en fonction de l'environnement institutionnel et légal.

Pour calculer ce seuil, nous devons supposer que l'effet total de l'ouverture financière est positif, donc :

$$(\gamma_1 + \gamma_3 \text{INS}) \text{KAOPEN}_{it-1} > 0$$

Donc,

$$\gamma_1 + \gamma_3 \text{INS} > 0$$

Il s'ensuit que :

$$\text{INS}_{\text{seuil}} = \frac{-\gamma_1}{\gamma_3}$$

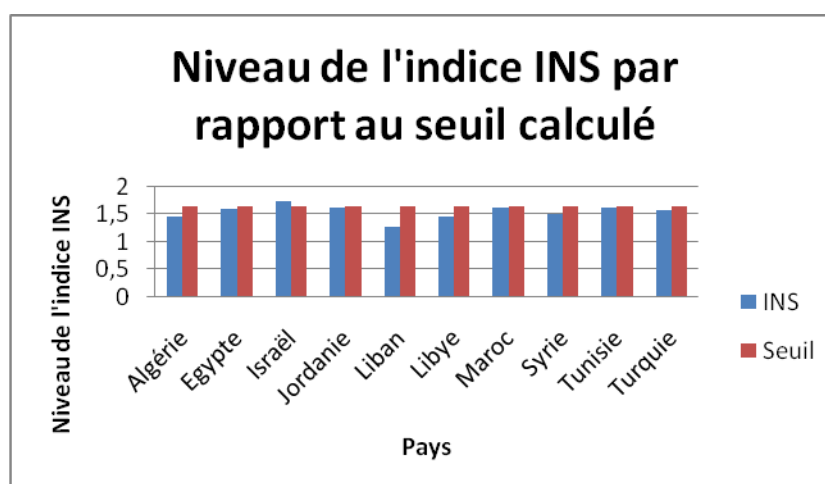
Cette formule a été appliquée sur l'ensemble des pays pour calculer le niveau de développement institutionnel, politique et légal auquel ils doivent satisfaire afin de pouvoir bénéficier de la libéralisation financière totale. Le tableau 6 suivant récapitule les résultats trouvés.

Tableau. VI. 6 : Calcul de la moyenne du développement institutionnel et comparaison avec le niveau seuil

| | Moyenne du développement institutionnel (INS) | Seuil du développement institutionnel à atteindre | | |
|-------------------------------------|--|---|-------|------|
| | | MCO | DMC | GMM |
| Algérie | 1,452 | 1,583 | 1,624 | 1,55 |
| Egypte | 1,579 | | | |
| Israël | 1,728 | | | |
| Jordanie | 1,614 | | | |
| Liban | 1,27 | | | |
| Libye | 1,45 | | | |
| Maroc | 1,604 | | | |
| Syrie | 1,496 | | | |
| Tunisie | 1,615 | | | |
| Turquie | 1,552 | | | |
| Moyenne générale | 1,536 | | | |
| Moyenne générale hors Israël | 1,514 | | | |

Source : calcul de l'auteur

Graphique VI. 1. Niveau de l'indice INS par rapport au seuil calculé



Source : calcul de l'auteur à partir des données de la base ICRG

Nous prenons en considération, pour l'interprétation de ces résultats, l'estimation par les DMC, puisque nous avons vu que pour la première équation à estimer, la variable du taux d'inflation est une variable endogène. Nous remarquons donc que si la référence est faite à la moyenne du niveau de développement institutionnel pour l'ensemble des pays de la région, une ouverture financière qui se traduit par une libéralisation du compte capital ne peut être que préjudiciable pour le développement financier. Sauf pour le cas d'Israël, qui jouit d'un niveau de développement institutionnel lui permettant de bénéficier de la libéralisation du compte capital pour améliorer le développement de son appareil financier. La Tunisie, la Jordanie et le Maroc représentent les pays les plus « proches » du minimum du niveau de développement institutionnel requis. Ce constat nous renvoie au classement fait au deuxième chapitre et qui reprend à peu près le même classement. La seule exception concerne le cas du Liban, qui représente le pays le moins développé par rapport à son infrastructure politique et institutionnelle. Il faut rappeler à cet égard que c'est le seul pays de la région qui a connu une guerre civile ethnico-religieuse¹ au début des années quatre-vingt, ce qui n'a pas favorisé l'implantation d'un environnement politique et institutionnel adéquat. Néanmoins, ce pays jouit d'un niveau élevé de développement financier, ce qui nous rappelle le cas de la Chine. Nous pouvons donc « soupçonner » l'existence d'une infrastructure institutionnelle informelle au Liban, qui se substitue et joue le même rôle que les infrastructures classiques et officielles².

¹ Rappelons que pour le calcul de l'indice du développement institutionnel, on a incorporé un sous-indice des tensions sociales de nature ethnique, religieuse et raciale.

² Les statistiques par rapport au capital social pour le Liban n'existent pas.

Puisque nous nous sommes inspirés des travaux d'H. Ito (2005) pour élaborer nos estimations, nous présentons dans ce qui suit leurs résultats, afin de les comparer avec les résultats trouvés pour les PSM.

Tableau VI. 7. Calcul de la moyenne du développement institutionnel et comparaison avec le niveau seuil par H. Ito (2005)

| | Pays en développement de l'Amérique latine ¹ | Pays en développement non asiatiques ² | Pays en développement ³ | Pays asiatiques ⁴ | Pays émergents ⁵ | Pays émergents asiatiques ⁶ |
|---|---|---|------------------------------------|------------------------------|-----------------------------|--|
| L'effet total d'une ouverture financière totale (indice KAOPEN) | -0,4 | -0,12 | -0,06 | 0,24 | 0,41 | 0,43 |
| Moyenne du développement institutionnel et légal | -1,07 | -0,8 | -0,74 | -0,45 | -0,28 | -0,26 |
| Seuil du développement institutionnel | -0,68 | | | | | |

Source : Ito. H (2005) : *op. cit.*, p. 34

H. Ito (2005) a trouvé que les pays d'Amérique latine et les pays en développement non asiatiques sont les deux groupes qui ne peuvent se permettre d'opérer une libéralisation externe de leurs systèmes financiers. En effet, les moyennes enregistrées de leurs situations de développement institutionnel sont en dessous du seuil minimum calculé. C'est donc une situation comparable à celle des PSM. Elle diffère toutefois de celle des pays développés et émergents asiatiques, dont les niveaux de développement de l'infrastructure institutionnelle et politique leur permettent de profiter d'une ouverture financière totale. Ceci peut donc expliquer l'écart de niveau de développement économique et de croissance enregistré entre les pays émergents asiatiques et les pays en développement africains, dans le cas où on suppose l'existence d'une relation positive entre le développement financier et la croissance

¹ Bolivie, Costa Rica, République dominicaine, Salvador, Guatemala, Haïti, Honduras, Nicaragua, Panama, Paraguay, Uruguay.

² Algérie, Bahamas, Barbade, Belize, Bénin, Burkina Faso, Burundi, Cameroun, République d'Afrique centrale, Tchad, RDC, Chypre, Gabon, Gambie, Iran, Koweït, Lesotho, Madagascar, Malawi, Mali, Malte, Mauritanie, Niger, Rwanda, Sénégal, Seychelles, Sierra Leone, Swaziland, Tanzanie, Togo, Ouganda, Zambie.

³ Fidji, Népal, Papouasie-Nouvelle-Guinée, Algérie, Bahamas, Barbade, Belize, Bénin, Burkina Faso, Burundi, Cameroun, République d'Afrique centrale, Tchad, RDC, Chypre, Gabon, Gambie, Iran, Koweït, Lesotho, Madagascar, Malawi, Mali, Malte, Mauritanie, Niger, Rwanda, Sénégal, Seychelles, Sierra Leone, Swaziland, Tanzanie, Togo, Ouganda, Zambie.

⁴ Bangladesh, Chine, Fidji, Hong Kong, Inde, Indonésie, Corée du Sud, Malaisie, Népal, Pakistan, Papouasie-Nouvelle-Guinée, Philippines, Singapour, Sri Lanka, Thaïlande.

⁵ Argentine, Bahreïn, Botswana, Brésil, Chili, Colombie, Côte d'Ivoire, Equateur, Egypte, Ghana, Grèce, Israël, Jamaïque, Jordanie, Kenya, île Maurice, Mexique, Maroc, Nigéria, Oman, Pérou, Portugal, Arabie saoudite, Afrique du Sud, Trinidad et Tobago, Tunisie, Turquie, Venezuela, Zimbabwe.

⁶ Bangladesh, Chine, Hong Kong, Inde, Indonésie, Corée du Sud, Malaisie, Pakistan, Philippines, Singapour, Sri Lanka, Thaïlande.

économique. D'ailleurs, une étude de la nature de cette relation est présentée dans la deuxième section de ce présent chapitre.

I.3. Effets des différents aspects du développement institutionnel sur le développement financier

Pour mieux prendre en considération l'incidence du développement institutionnel sur le développement financier, nous avons construit trois autres indicateurs synthétiques de nature institutionnelle mais qui sont plus disposés à agir directement sur le fonctionnement de l'appareil financier. Il s'agit des indicateurs ENFORCE, PROPERTY et TRUST, dont les détails de construction sont présentés plus haut. La variable ENFORCE est relative à l'efficacité de l'application des lois, l'indicateur PROPERTY est lié à la protection des créiteurs et de la propriété privée, alors que l'indice TRUST évalue le niveau du capital social. Les résultats des estimations des équations (5), (6), (7), (8), (9) et (10) relatives à l'introduction de ces nouvelles variables sont présentés dans ce tableau suivant.

Tableau. VI. 8 : Relation entre le développement financier, l'ouverture financière et les composantes du développement institutionnel (ENFORCE, PROPERTY et TRUST)

| Variables | Signe Attendu | (5) | | | (6) | | |
|-------------------------------|---------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| | | MCO | DMC | GMM | MCO | DMC | GMM |
| KAOPEN (t-1) | (+) ou (-) | -0,409 (0,000)*** | -0,408 (0,000)*** | -0,559 (0,000)*** | | | |
| LANEFINOP (t-1) | (+) ou (-) | | | | -0,318 (0,000)*** | -0,298 (0,000)*** | -0,423 (0,001)*** |
| ENFORCE | (+) | -0,027 (0,763) | -0,002 (0,981) | 0,286 (0,1) | -0,163 (0,067)* | -0,152 (0,116) | -0,092 (0,665) |
| ENFORCE.KAOPEN (t-1) | (+) | 0,294 (0,000)*** | 0,287 (0,000)*** | 0,433 (0,000)*** | 0,042 (0,007)** | 0,032 (0,081)* | 0,069 (0,027)** |
| PIB | (+) | 0,549 (0,000)*** | 0,43 (0,036)** | 0,165 (0,332) | 0,354 (0,005)** | 0,304 (0,071)* | 0,013 (0,944) |
| INFL | (-) | 0,102 (0,003)*** | 0,048 (0,368) | -0,051 (0,357) | 0,073 (0,041)** | 0,039 (0,409) | -0,011 (0,809) |
| TRADE | (+) | -0,267 (0,152) | -0,223 (0,178) | 0,333 (0,317) | 0,145 (0,5) | 0,11 (0,541) | 0,765 (0,006)*** |
| Constante | | -0,148 (0,884) | 0,69 (0,663) | 2,442 (0,061)* | 2,2 (0,042)** | 2,471 (0,064)* | 5,146 (0,003)*** |
| Test de Hausman | | 14,79 (0,02) | | | | 4,55 (0,6) | |
| Test de Sargan | | | 1,714 (0,19) | | | 2,35 (0,2) | |
| Test de Ramsey Reset | | 3,6 (0,307) | | | | 2,02 (0,113) | |
| Test de normalité des résidus | | 3,24 (0,198) | | | | 0,81 (0,667) | |
| Test de Hansen | | | | 0,00 (1) | | | 0,00 (1) |

| | | | | | | | |
|-----------------------|--|------|------|------------------|------|------|------------------|
| AR(1) | | | | 0,24 (0,81) | | | 0,27 (0,79) |
| AR(2) | | | | -0,72 (0,473) | | | -1,29 (0,196) |
| Test de Wald | | | | 237,6 (0,000) | | | 57,56 (0,000) |
| Nombre d'observations | | 180 | 176 | 180 | 180 | 176 | 180 |
| R ² | | 0,71 | 0,22 | | 0,24 | 0,27 | |

| Variables | Signe Attendu | (7) | | | (8) | |
|-------------------------------|---------------|----------------------|----------------------|--------------------|----------------------|----------------------|
| | | MCO | DMC | GMM | MCO | GMM |
| KAOPEN (t-1) | (+) ou (-) | -0,185 (0,002)*** | -0,202 (0,005)*** | -0,211 (0,321) | | |
| LANEFINOP (t-1) | (+) ou (-) | | | | -0,298 (0,001)*** | -0,517 (0,000)*** |
| PROPERTY | (+) | -0,157 (0,028)** | -0,151 (0,094)* | 0,33 (0,137) | -0,231 (0,001)*** | 0,019 (0,927) |
| PROPERTY.KAOPEN (t-1) | (+) | 0,162 (0,001)*** | 0,167 (0,004)*** | 0,203 (0,172) | 0,026 (0,166) | 0,078 (0,073)* |
| PIB | (+) | 0,511 (0,000)*** | 0,466 (0,014)** | 0,067 (0,678) | 0,446 (0,001)*** | 0,07 (0,673) |
| INFL | (-) | 0,123 (0,000)*** | 0,089 (0,117) | -0,135 (0,05)** | 0,11 (0,001)*** | -0,075 (0,04)** |
| TRADE | (+) | -0,455 (0,019) | -0,418 (0,011) | 0,255 (0,399) | -0,088 (0,696) | 1,094 (0,000)*** |
| Constante | | 0,335 (0,744) | 0,631 (0,671) | 2,993 (0,053)* | 1,483 (0,2) | 4,536 (0,004)*** |
| Test de Hausman | | 956,66 (0,000) | | | | 10,3 (0,112) |
| Test de Sargan | | | 1,867 (0,171) | | | |
| Test de Ramsey Reset | | 1,98 (0,119) | | | | 1,37 (0,252) |
| Test de normalité des résidus | | 2,64 (0,267) | | | | 0,49 (0,781) |
| Test de Hansen | | | | 0,00 (1) | | 0,00 (1) |
| AR(1) | | | | -0,38 (0,703) | | -0,04 (0,969) |
| AR(2) | | | | -0,49 (0,624) | | -1,74 (0,082) |
| Test de Wald | | | | 120,37 (0,000) | | 189,5 (0,000) |
| Nombre d'observations | | 180 | 176 | 180 | 180 | 180 |
| R ² | | 0,67 | 0,2 | | 0,24 | |

| Variables | Signe Attendu | (9) | | (10) | |
|-----------------|---------------|---------------------|---------------------|-------------------|---------------------|
| | | MCO | GMM | MCO | GMM |
| KAOPEN (t-1) | (+) ou (-) | -0,159 (0,066)* | -0,101 (0,097)* | | |
| LANEFINOP (t-1) | (+) ou (-) | | | -0,04 (0,683) | -0,012 (0,865) |
| TRUST | (+) | 3,545 (0,000)*** | 3,352 (0,000)*** | -7,698 (0,113) | 3,068 (0,000)*** |

| | | | | | |
|--------------------------------------|-----|---------------------|---------------------|--------------------|---------------------|
| TRUST.KAOPEN (t-1) | (+) | 0,739 (0,009)*** | 0,615 (0,013)** | 0,214 (0,028)** | 0,3 (0,023)** |
| PIB | (+) | 0,166 (0,001)*** | 0,177 (0,000) | 0,094 (0,62) | 0,17 (0,000)*** |
| INFL | (-) | 0,047 (0,022)** | 0,031 (0,256) | 0,032 (0,329) | 0,027 (0,26) |
| TRADE | (+) | 0,596 (0,000)*** | 0,619 (0,000)*** | 0,107 (0,621) | 0,609 (0,000)*** |
| Constante | | 2,518 (0,000)*** | 2,401 (0,000)*** | 5,41 (0,013)** | 2,549 (0,000)*** |
| Test de Hausman | | 4,02 (0,674) | | -100,53 | |
| Test de Ramsey Reset | | 6,91 (0,075) | | 18,81 (0,000) | |
| Test de normalité des résidus | | 1,8 (0,405) | | 3,7 (0,157) | |
| Test de Hansen | | | 0,00 (1) | | 0,00 (1) |
| AR(1) | | | -0,03 (0,977) | | -0,05 (0,963) |
| AR(2) | | | 0,03 (0,976) | | 0,22 (0,823) |
| Test de Wald | | | 405,74 (0,000) | | 373,65 (0,000) |
| Nombre d'observations | | 135 | 135 | 135 | 135 |
| R² | | 0,96 | | 0,52 | |

*Notes : ***significativité à 1%, **significativité à 5%, *significativité à 10%. Toutes les variables sont exprimées en logarithme népérien, sauf les variables KAOPEN_{t-1}, LANEFINOP_{t-1}. La variable dépendante est la variable du développement financier. La p-value est (.). Le test de Hausman correspond à la statistique du test de Hausman, avec la p-value entre parenthèses. Le test de Sargan correspond à la statistique du test de validité des instruments, avec la p-value entre parenthèses : l'hypothèse nulle est la validité des instruments. Le test de Ramsey Reset correspond à la statistique du test d'omission de variables explicatives, avec la p-value entre parenthèses : l'hypothèse nulle est que le modèle n'admet pas de variables omises. Le test de normalité des résidus correspond à la statistique du test de Jarque-Bera avec la p-value entre parenthèses : l'hypothèse nulle est que les erreurs suivent la loi normale centrée et réduite. Le test de Hansen correspond à la statistique du test de validité des instruments pour l'estimation en GMM, avec la p-value entre parenthèses : l'hypothèse nulle est la validité des variables retardées en niveau et en différences comme instruments. AR(1) : statistique d'Arellano-Bond du test d'autocorrélation des erreurs du premier ordre, avec la p-value entre parenthèses : l'hypothèse nulle est l'absence d'autocorrélation de premier ordre. AR(2) : statistique d'Arellano-Bond du test d'autocorrélation des erreurs de second ordre, avec la p-value entre parenthèses : l'hypothèse nulle est l'absence d'autocorrélation de second ordre. Le test de Wald est la statistique du test de significativité conjointe des variables explicatives, avec la p-value entre parenthèses : l'hypothèse nulle est la non-significativité conjointe des variables explicatives.*

Comme nous l'avons déjà fait pour les régressions avec la variable INS, nous présentons dans ce qui suit un tableau des seuils pour les variables ENFORCE, PROPERTY et TRUST, à partir desquels l'ouverture financière commence à produire du développement financier pour les pays de la région.

Tableau. VI. 9. Calcul de la moyenne du développement institutionnel (ENFORCE, PROPERTY et TRUST) et comparaison avec le niveau seuil

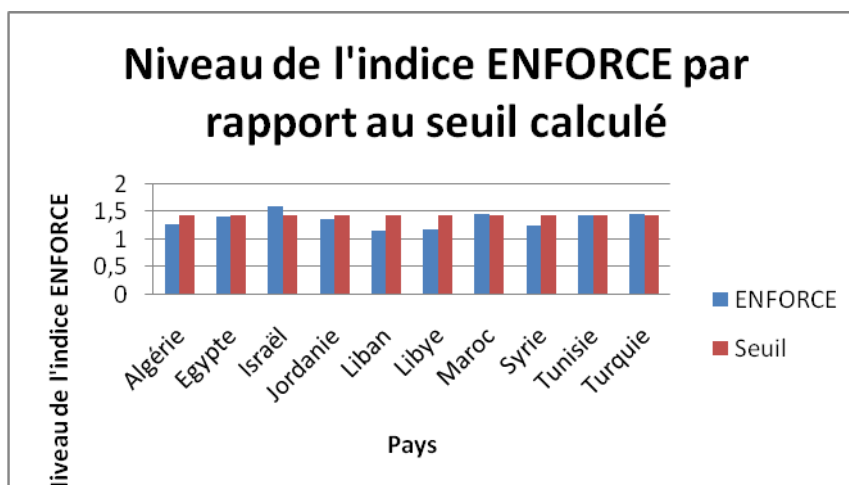
| | Moyenne du développement institutionnel (ENFORCE) | Seuil du développement institutionnel à atteindre | | |
|------------------------------|---|---|-------|-------|
| | | MCO | DMC | GMM |
| Algérie | 1,269 | 1,391 | 1,43 | 1,29 |
| Egypte | 1,4 | | | |
| Israël | 1,576 | | | |
| Jordanie | 1,358 | | | |
| Liban | 1,151 | | | |
| Libye | 1,18 | | | |
| Maroc | 1,448 | | | |
| Syrie | 1,236 | | | |
| Tunisie | 1,429 | | | |
| Turquie | 1,453 | | | |
| Moyenne générale | 1,35 | | | |
| Moyenne générale hors Israël | 1,324 | | | |
| | Moyenne du développement institutionnel (PROPERTY) | Seuil du développement institutionnel à atteindre | | |
| | | MCO | DMC | GMM |
| Algérie | 1,181 | 1,141 | 1,209 | 1,039 |
| Egypte | 1,115 | | | |
| Israël | 1,356 | | | |
| Jordanie | 1,34 | | | |
| Liban | 1,038 | | | |
| Libye | 1,019 | | | |
| Maroc | 1,307 | | | |
| Syrie | 1,06 | | | |
| Tunisie | 1,3 | | | |
| Turquie | 1,142 | | | |
| Moyenne générale | 1,185 | | | |
| Moyenne générale hors Israël | 1,015 | | | |
| | Moyenne du développement institutionnel (TRUST) | Seuil du développement institutionnel à atteindre | | |
| | | MCO | GMM | |
| Algérie | 0,112 | 0,215 | 0,164 | |
| Egypte | 0,249 | | | |
| Israël | 0,235 | | | |
| Jordanie | 0,247 | | | |
| Liban | | | | |

| | | | |
|-------------------------------------|--------------|--|--|
| Libye | | | |
| Maroc | 0,18 | | |
| Syrie | | | |
| Tunisie | | | |
| Turquie | 0,083 | | |
| Moyenne générale | 0,184 | | |
| Moyenne générale hors Israël | 0,174 | | |

Source : Calcul de l'auteur

Même en décomposant la variable du développement institutionnel INS en d'autres variables de nature à influencer directement le développement financier, nous continuons à retrouver les mêmes résultats et constatations. En effet, en ce qui concerne l'indice ENFORCE relatif à la qualité de l'application des lois, la moyenne générale des pays de la région est inférieure au minimum requis pour transformer une éventuelle ouverture financière totale en une mesure bénéfique au développement des secteurs financiers (la moyenne est de 1,35 pour un niveau seuil de 1,43). Mais il y a des exceptions. C'est le cas notamment de la Tunisie, de la Turquie et du Maroc qui, comme le montre le graphique ci-dessous, représentent des pays où l'efficacité de l'application des lois leur permet d'envisager un éventuel démantèlement des dernières frontières financières. Israël, comme pour l'ensemble des autres indicateurs, constitue un cas à part dans la région, puisque le niveau d'application des lois dans ce pays dépasse le niveau seuil (la différence par rapport au seuil est de 0,146, alors qu'elle est de 0,023 et de 0,018 respectivement en Turquie et au Maroc).

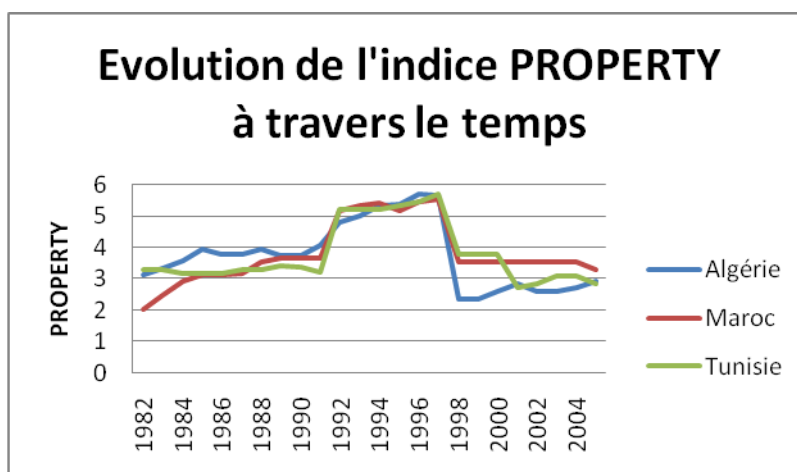
Graphique VI. 2. Niveau de l'indice ENFORCE par rapport au seuil calculé



Source : calcul de l'auteur à partir des données de la base ICRG

Pour l'indice PROPERTY relatif à la protection des droits des créiteurs et des investisseurs, nous remarquons que pour la moyenne des pays (1,185 pour tous les pays et 1,015 pour tous les pays sauf Israël), une ouverture financière ne peut que dégrader l'état du développement financier, puisque le minimum requis de protection des droits de propriété n'est pas respecté (ici le seuil est à 1,209) ; sauf pour Israël, la Jordanie, le Maroc et la Tunisie. Pour l'ensemble des autres pays, une amélioration de ces droits, avant une éventuelle libéralisation financière totale, serait nécessaire. Concernant cet indice, nous constatons que les politiques d'ajustements structurels instigués par les IFI ont eu un effet considérable sur ce dernier. En effet, la priorité de ces institutions était de défendre les droits de propriété et de les promouvoir, afin de favoriser la mise en place des politiques de privatisation des entreprises jadis étatiques dans les pays en développement. Pour illustrer cette évolution, nous avons pris le cas des trois pays de la région qui ont connu les PAS à la fin des années quatre-vingt (lancés en 1986 en Tunisie, en 1983 au Maroc et en Algérie entre 1993 et 1996).

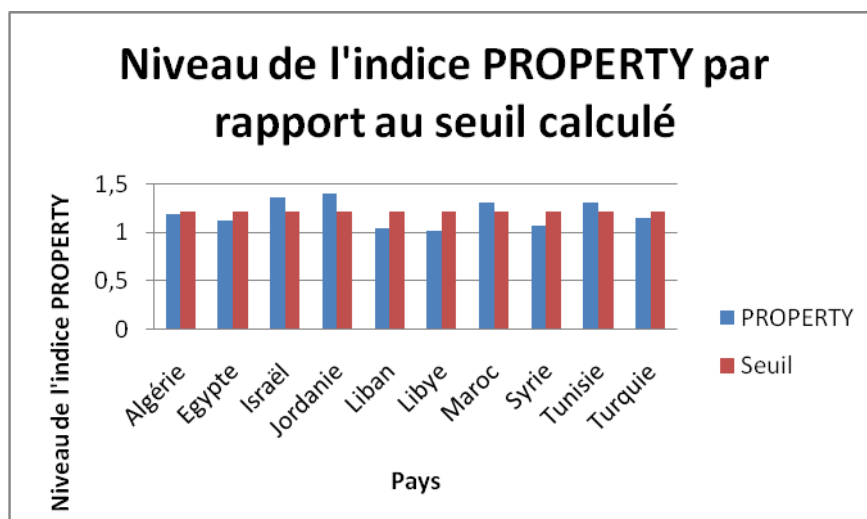
Graphique VI. 3. Evolution de l'indice PROPERTY par rapport au seuil calculé



Source : calcul de l'auteur à partir des données de la base ICRG

Il paraît clair sur le graphique que l'évolution de l'indice PROPERTY a parfaitement suivi l'évolution du PAS pour le cas de l'Algérie par exemple. Il y a eu un premier pic en 1994, année de l'entrée en vigueur du PAS. Un deuxième pic plus élevé apparaît en 1996, soit la dernière année de son application, suivi d'une chute brutale en 1998, soit juste après la fin du PAS. C'était pratiquement le même cas pour les autres pays du Maghreb qui ont enregistré une hausse considérable de cet indice avec la mise en vigueur du PAS et une baisse ostensible dès qu'il a pris fin. La Banque mondiale et le FMI ont œuvré à ce que les droits de propriété soient mieux respectés afin d'asseoir leurs politiques de substitution de l'Etat par le secteur privé dans ces pays.

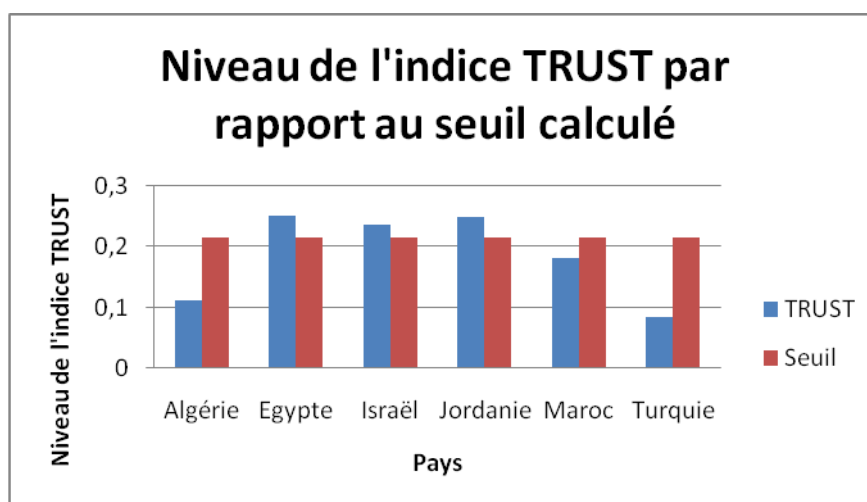
Graphique VI. 4. Niveau de l'indice PROPERTY par rapport au seuil calculé



Source : calcul de l'auteur à partir des données de la base ICRG

Pour l'indice du capital social, il s'agit du même constat que les autres indicateurs, avec des niveaux élevés dépassant le seuil pour Israël et la Jordanie ; sauf que l'Égypte présente aussi un niveau élevé pour cet indicateur, ce qui n'est pas le cas des autres indicateurs pour ce pays. L'homogénéité de la société égyptienne et la primauté de l'espace rural par rapport à l'espace urbain dans ce pays peuvent aussi expliquer l'émergence du facteur « confiance » comme un substitut aux infrastructures institutionnelles classiques.

Graphique VI. 5. Niveau de l'indice TRUST par rapport au seuil calculé



Source : calcul de l'auteur à partir des données de la base du *World Values Survey*

Pour l'ensemble des pays de la région, à part Israël et à un degré moindre la Jordanie, il serait judicieux d'améliorer le niveau de l'environnement institutionnel et politique avant de pouvoir prétendre à une ouverture financière totale. Il est donc clair que si un pays arrive à se

doter d'un système légal et judiciaire fiable et d'institutions crédibles, il disposera de plus d'opportunités de profiter de la mondialisation financière et des bienfaits de l'ouverture sur le développement de son appareil financier. D'ailleurs, Israël se trouve être le pays le plus « ouvert » vers l'extérieur et dont le système financier est le plus libéralisé de tous les pays de la région. Dans ce cas, nous pouvons penser que c'est peut-être son degré élevé de développement financier qui explique son ouverture vers l'extérieur et son intégration dans la sphère mondialisée, plus que les autres pays. C'est ce que nous testons dans la section suivante.

I.4. Etude de la relation inverse entre l'ouverture financière et le développement financier

Au vu des dernières conclusions, nous pouvons nous demander si c'est le développement financier qui amène les pays à poursuivre des politiques de libéralisation et d'ouverture financière ou si c'est l'inverse qui se produit. Si nous arrivons à montrer que la relation inverse entre développement financier et ouverture financière n'est pas pertinente, nous pouvons considérer que les pays peuvent réaliser le développement de leurs appareils financiers en décidant d'une façon exogène de libéraliser leurs systèmes financiers.

Afin de tester cette hypothèse, nous avons permuté les places des variables KAOPEN et de la variable du développement financier FD dans l'équation du modèle de base (équation, 1). La variable dépendante devient donc la variable de l'ouverture financière KAOPEN, alors que les variables exogènes sont désormais l'indicateur du développement financier FD, son interaction avec la variable du développement institutionnel INS, ainsi que les autres variables de contrôle. Le modèle devient donc le suivant :

$$KAOPEN_{it} = \phi_0 + \phi_1 FD_{it-1} + \phi_2 INS_{it} + \phi_3 (INS_{it} \times FD_{it-1}) + \phi_4 X_{it} + V_{it} \quad (11)$$

Le coefficient qui nous intéresse dans cette régression est ϕ_1 . Si nous trouvons que ϕ_1 est significativement positif, cela signifie que les résultats des régressions obtenus plus haut souffrent d'un biais de simultanéité et que le développement financier conduit à l'ouverture financière. Si par contre, nous trouvons que ce coefficient est significativement négatif ou non significatif, ceci implique que le développement financier ne ramène pas forcément à l'ouverture et à la libéralisation financière. Afin d'éviter le problème de multicollinéarité dû à la présence de la variable du développement financier « FD » et celle de l'interaction du développement financier et du développement institutionnel « INS*FD », nous avons

remplacé la variable du développement financier « FD » par celle du développement bancaire « BD », tout en laissant l'interaction entre la variable institutionnelle et le développement financier. La variable du développement bancaire « BD » est construite en appliquant une ACP sur les « crédits domestiques accordés au secteur privé par rapport au PIB », « les crédits domestiques octroyés par le secteur bancaire par rapport au PIB » et « le ratio des passifs bancaires liquides par rapport au PIB ». Le modèle devient donc le suivant :

$$KAOPEN_{it} = \phi_0 + \phi_1 BD_{it-1} + \phi_2 INS_{it} + \phi_3 (INS_{it} \times FD_{it-1}) + \phi_4 X_{it} + V_{it} \quad (12)$$

Les résultats de l'estimation de ces deux équations sont présentés dans le tableau ci-dessous :

Tableau. V. 10. Etude de la relation inverse entre le développement financier et l'ouverture financière

| Variables | Signe Attendu | (11) | | | (12) | | |
|--|------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|
| | | MCO | DMC | GMM | MCO | DMC | GMM |
| FD (t-1) | (+) ou (-) | -2,477 (0,000)*** | -2,79 (0,000)*** | -4,51 (0,000)*** | | | |
| BD (t-1) | (+) ou (-) | | | | -0,597 (0,178) | -0,414 (0,385) | 0,142 (0,813) |
| INS | (+) | -6,439 (0,000)*** | -7,075 (0,000)*** | -11,833 (0,000)*** | -1,426 (0,135) | -1,102 (0,303) | -3,765 (0,003)*** |
| INS.FD (t-1) | (+) | 1,668 (0,000)*** | 1,8 (0,000)*** | 3,137 (0,000)*** | 0,416 (0,075)* | 0,335 (0,154) | 0,308 (0,38) |
| PIB | (+) | 1,987 (0,000)*** | 2,489 (0,000)*** | -0,029 (0,962) | 1,008 (0,006)*** | 1,078 (0,002)*** | -0,655 (0,446) |
| INFL | (-) | -0,063 (0,393) | 0,005 (0,952) | -0,2 (0,115) | -0,236 (0,001)*** | -0,235 (0,005)*** | -0,33 (0,064)* |
| TRADE | (+) | -2,274 (0,000)*** | -3,211 (0,000)*** | -0,146 (0,86) | -0,743 (0,128) | -1,105 (0,02)** | -0,462 (0,484) |
| Constante | | -8,896 (0,017)** | -11,892 (0,005)*** | 15,485 (0,000)*** | -10,195 (0,001)*** | 3,7 (0,002)** | 8,559 (0,287) |
| Test de Hausman | | 1653,49 (0,000) | | | 7,54 (0,273) | | |
| Test de Sargan | | | 0,34 (0,947) | | | 8,61 (0,01) | |
| Test de Ramsey Reset | | 1,53 (0,207) | | | 31,91 (0,000) | | |
| Test de normalité des résidus | | 2,33 (0,311) | | | 4,25 (0,119) | | |
| Test de Hansen | | | | 0,00 (1) | | | 0,00 (1) |
| AR(1) | | | | 0,39 (0,669) | | | -0,83 (0,405) |
| AR(2) | | | | 1,02 (0,307) | | | 1,64 (0,101) |
| Test de Wald | | | | 136,05 (0,000) | | | 34,21 (0,000) |
| Nombre d'observations | | 179 | 179 | 179 | 179 | 179 | 179 |
| R² | | 0,67 | 0,4 | | 0,36 | 0,37 | |

Notes : ***significativité à 1%, ** significativité à 5%, * significativité à 10%. Toutes les variables sont exprimées en logarithme népérien. La variable dépendante est la variable de l'ouverture financière totale KAOPEN. La p-value est (.). Le test de Hausman correspond à la statistique du test de Hausman, avec la p-value entre parenthèses. Le test de Sargan correspond à la statistique du test de validité des instruments, avec la p-value entre parenthèses : l'hypothèse nulle est la validité des instruments. Le test de Ramsey Reset correspond à la statistique du test d'omission de variables explicatives, avec la p-value entre parenthèses : l'hypothèse nulle est que le modèle n'admet pas de variables omises. Le test de normalité des résidus correspond à la statistique du test de Jarque-Bera avec la p-value entre parenthèses : l'hypothèse nulle est que les erreurs suivent la loi normale centrée et réduite. Le test de Hansen correspond à la statistique du test de validité des instruments pour l'estimation en GMM, avec la p-value entre parenthèses : l'hypothèse nulle est la validité des variables retardées en niveau et en différences comme instruments. AR(1) : statistique d'Arellano-Bond du test d'autocorrélation des erreurs du premier ordre, avec la p-value entre parenthèses : l'hypothèse nulle est l'absence d'autocorrélation de premier ordre. AR(2) : statistique d'Arellano-Bond du test d'autocorrélation des erreurs de second ordre, avec la p-value entre parenthèses : l'hypothèse nulle est l'absence d'autocorrélation de second ordre. Le test de Wald est la statistique du test de significativité conjointe des variables explicatives, avec la p-value entre parenthèses : l'hypothèse nulle est la non significativité conjointe des variables explicatives.

Les résultats de l'estimation des équations (11) et (12) montrent que dans tous les cas, les coefficients ϕ_1 relatifs au développement financier sont soit statistiquement non significatifs, quand ils sont positifs, soit significativement négatifs. Ceci nous amène aussi à conclure que les estimations faites sur les conditions selon lesquelles le développement institutionnel agit sur le développement financier ne souffrent pas de problèmes de simultanéité. L'autre constat, non moins important, tiré de ces résultats, est que le développement financier ne mène pas forcément à l'ouverture financière. Autrement dit, un pays qui réalise des progrès dans l'usage et le fonctionnement de son appareil financier n'est pas obligé d'opérer une libéralisation financière externe, puisque la réalisation du développement financier n'est pas nécessairement une étape à franchir avant l'ouverture financière. Dans bien des cas, c'est plutôt le contraire qui est préconisé ; le développement financier réalisé dans une économie donnée ne doit pas être livré trop rapidement à une concurrence internationale accrue, subitement et d'une façon non graduelle. L'exemple de la Corée du Sud, étudié dans le chapitre IV, représente une référence en la matière. Celui de la Chine, analysé dans le même chapitre, est aussi utile dans ce sens. Il convient de procéder par étapes dans le processus de libéralisation ou d'ouverture financière afin de bénéficier des bienfaits de la globalisation financière et de l'ouverture à la concurrence internationale. C'est ce que les économistes appellent le « gradualisme » ou le « *sequencing* », pour utiliser le terme anglo-saxon.

I.5. L'importance du sequencing

Selon R. McKinnon (1991), la libéralisation du compte capital doit être la dernière d'une longue série de libéralisations et ne doit avoir lieu qu'une fois la libéralisation commerciale achevée. Néanmoins, le bien-fondé théorique de cette affirmation n'a pas été toujours confirmé par les travaux empiriques traitant de la question. Ainsi, S. Haggard et S. Maxfield (1993) ont montré que l'ouverture commerciale est une condition à l'ouverture financière, alors que D. A. Leblang (1977) n'a trouvé aucune influence de la libéralisation commerciale sur la libéralisation financière. J. Aizenman et I. Noy (2004) ont découvert une relation bidirectionnelle entre l'ouverture financière et la libéralisation commerciale, même s'ils ont trouvé que c'est l'ouverture financière qui conduit à la libéralisation commerciale plutôt que l'inverse. A. Tornell *et al.* (2004) ont montré que la libéralisation financière a toujours suivi la libéralisation commerciale lors des deux dernières décennies¹.

¹ Ito, H (2005) : *op. cit.*, p. 15.

Dans ce qui suit, nous essayons de tester l'hypothèse que la libéralisation commerciale est une condition préliminaire à l'ouverture financière. Pour ce faire, nous avons eu recours au modèle suivant :

$$\text{KAOPEN}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{TRADEOPEN}_{it-1} + \alpha_2 Z_{it} + W_{it} \quad (13)$$

Où :

Z_t est le vecteur des variables macroéconomiques de contrôle. Il s'agit du déficit budgétaire, des réserves internationales et du PIB par tête. Le choix des deux premières variables est justifié par le fait qu'elles représentent les déterminants des contrôles de capitaux. En effet, comme on l'a montré dans le cadre du troisième chapitre, V. Grilli et G. M. Milesi-Ferretti (1995) indiquent que les contrôles des capitaux ont de réelles implications fiscales pour l'Etat. C'est ce qui explique le recours des pays en développement à des politiques de contrôle des capitaux afin d'essayer de remédier à l'évasion fiscale qui les caractérise, étant donné que leurs systèmes de collecte d'impôts sont inefficaces. L'on s'attend donc à un signe négatif du coefficient de cette variable, puisque plus un pays accuse un déficit budgétaire, plus il est enclin à suivre une politique de contrôle des capitaux. La variable des réserves internationales est un proxy de la situation de la balance des paiements d'un pays. Les réserves internationales sont d'autant moins élevées que le pays présente un déficit de la balance des paiements ; il est donc plus encouragé à opter pour une politique de contrôle des capitaux. L'on s'attend donc à un signe positif du coefficient de cette variable. La variable du PIB par tête est incorporée pour tenir compte du niveau de développement du système économique.

L'ouverture commerciale est représentée par la variable TRADEOPEN, qui est la réciproque de la moyenne pondérée des charges imposées aux importations et aux exportations. Cette variable mesure l'ouverture commerciale *de jure*, contrairement au ratio de la somme des exportations et importations par rapport au PIB, qui est une variable de l'ouverture commerciale *de facto*.

Nous avons aussi testé l'existence d'une relation inverse entre l'ouverture commerciale et l'ouverture financière. Autrement dit, nous avons vérifié si l'ouverture financière conduit à la libéralisation commerciale par l'estimation de ce modèle :

$$\text{TRADEOPEN}_{it} = \alpha_0' + \alpha_1' \text{KAOPEN}_{it-1} + \alpha_2' Z_{it} + W_{it} \quad (14)$$

Afin d'éviter des problèmes de causalité dans les deux types de régression, l'analyse est faite en données de Panel non imbriquées, comme dans les autres analyses. Dans les résultats de cette régression, les coefficients qui nous intéressent sont α_1 et α_1' , pour voir si l'ouverture commerciale est une condition nécessaire à l'ouverture financière, et si une relation inverse existe entre elles. Le tableau 11 résume les résultats d'estimation des deux modèles.

Tableau. VI. 11. Les déterminants de l'ouverture du compte capital et de l'ouverture commerciale

| | Signe attendu | KAOPEN | TRADEOPEN |
|-----------------------------|---------------|----------------------|----------------------|
| Ouverture financière (t-1) | (+) | | -0,105 (0,001)*** |
| Ouverture commerciale (t-1) | (+) | 0,018 (0,000)*** | |
| Déficit budgétaire | (-) | -0,147 (0,001)*** | -0,039 (0,004)*** |
| Réserves | (+) | -0,064 (0,19) | |
| PIB par tête | (+) | 0,034 (0,000)*** | 0,25 (0,000)*** |
| Constante | | -2,019 (0,001)*** | 1,397 (0,000)*** |
| Nombre d'observations | | 81 | 81 |
| R ² | | 0,42 | 0,79 |

Notes : ***significativité à 1%, ** significativité à 5%, * significativité à 10%. La p-value est (.)

La première colonne de ce tableau montre que toutes les variables macroéconomiques de contrôle (déficit budgétaire, réserves totales et PIB par tête) ont un effet significatif sur la variable de l'ouverture financière et que leurs signes sont conformes aux signes attendus, sauf pour le cas des réserves. De même, le coefficient de l'ouverture commerciale initial est significatif et confirme donc l'hypothèse de départ, qui stipule que l'ouverture commerciale est une condition nécessaire à la réussite de l'ouverture du compte capital. La deuxième colonne présente les résultats de la régression de l'équation (14). Comme pour le cas de la régression de l'équation (13), tous les coefficients des variables de contrôle sont significatifs, ainsi que celui de la variable de l'ouverture financière. Néanmoins, ces résultats infirment les

résultats empiriques trouvés dans les études antérieures effectuées sur le lien entre l'ouverture commerciale et financière. Car pour l'ensemble des pays qui font l'objet de notre étude, il semble qu'une ouverture financière préalable pourrait porter préjudice à l'ouverture commerciale, comme en témoigne le signe significativement négatif du coefficient de la variable de l'ouverture financière.

Le but de l'étude effectuée dans le cadre de cette thèse était de montrer de façon objective les risques que peuvent encourir *aujourd'hui* les pays du bassin sud de la Méditerranée (qui présentent du reste des caractéristiques similaires à l'ensemble des pays en développement, à quelques exceptions près, notamment le cas d'Israël) suite à une insertion dans un mouvement de mondialisation financière de plus en plus entraînant. Nous avons délibérément utilisé le terme « risque » parce que les gouverneurs et autres décideurs de politique économique dans ces pays semblent plutôt portés vers l'ouverture financière, oubliant les conditions préliminaires nécessaires à son accomplissement. En effet, il apparaît, d'après les résultats de cette étude, que pour l'ensemble des indicateurs du développement financier, l'état actuel du développement institutionnel et légal ne permet pas d'assurer une amélioration de l'activité et de l'efficacité des systèmes financiers. Même pour les structures institutionnelles parallèles, il semble que les pays de la région ne peuvent pas compter sur de telles structures pour remédier au manque de développement institutionnel classique. Effectivement, pour l'ensemble de la région, la moyenne du niveau du capital social se trouve en dessous du niveau seuil requis. La réflexion qui nous vient, dans un tel cas, est qu'il existe une possibilité que le développement institutionnel classique induise la confiance et la constitution d'un capital social solide. Ce dernier serait un élément endogène aux institutions classiques. Il n'est donc pas recommandé, au vu de ces résultats, d'opérer une ouverture financière se traduisant par une ouverture du compte du capital et par la mise en place d'une convertibilité totale des monnaies. Cette conclusion, à laquelle nous arrivons au terme de cette première étude, ne semble pas être prise en considération par l'ensemble des pays de la région (à titre d'exemple, la Tunisie a déjà planifié d'instituer prochainement la libéralisation totale du dinar tunisien). Plutôt que d'ouvrir les frontières financières, il convient d'abord de préparer le terrain pour un tel choix, par une amélioration de la qualité de l'environnement légal et institutionnel. Mais il semble que dans un cadre de mondialisation financière « sauvage », les Etats, surtout ceux en voie de développement, ont tellement perdu leur marge de manœuvre dans la poursuite d'objectifs qui leur sont pourtant bénéfiques, qu'ils sont obligés de suivre à la lettre les propositions et diktats d'institutions financières internationales

déjà à la merci de quelques intérêts privés.

Pour la deuxième section de ce chapitre, nous nous sommes focalisé sur l'étude du développement bancaire en particulier. Ce choix était motivé par la relative importance que revêt ce secteur par rapport à tout le système financier, comme nous l'avons découvert lors de l'étude des caractéristiques des systèmes financiers des pays de la région. Nous avons donc essayé d'étudier les déterminants du développement bancaire, notamment les facteurs institutionnels déjà évoqués, mais surtout le rôle que peut jouer la régulation et la supervision bancaire.

II. La relation entre le développement institutionnel, la régulation bancaire et le développement bancaire

Il ressort de la présentation des approches de la littérature économique consacrée aux éventuels liens théoriques entre d'une part, le développement institutionnel et la régulation bancaire sur le développement financier, et d'autre part, entre le développement financier et la croissance économique, une divergence de points de vue et de considérations quant à la réalité de ces liens. En effet, il existe certains courants théoriques qui considèrent qu'un environnement légal et institutionnel adéquat contribue au développement financier. Par contre, d'autres travaux stipulent qu'il y a d'autres déterminants qui expliquent mieux le développement financier que ne prétend le faire le développement institutionnel à lui seul. Le cas du lien entre le développement financier et la croissance économique est plus problématique puisque, jusqu'à maintenant, il n'y a pas eu de consensus quant au sens et à la réalité de cette relation. L'intérêt de la présente étude est d'essayer d'apporter encore quelques précisions sur un thème qui n'a pas été beaucoup débattu, à savoir ce lien entre développement institutionnel et développement financier. Notre étude gagne encore de l'intérêt, puisqu'elle concerne la région de l'Afrique du Nord et du Moyen-Orient (MENA), qui n'a pas encore fait l'objet d'études quant à l'efficacité de ces liens. Pour ce qui est du lien entre le développement financier et la croissance économique, il est intimement lié à la première partie de l'étude, à savoir le lien entre le développement institutionnel et le développement financier. En effet, ceux qui considèrent le développement financier comme un déterminant de la croissance économique s'interrogent sur les raisons pour lesquelles certains pays n'arrivent pas à assurer leur développement financier, alors que d'autres y parviennent, puisqu'il s'agit d'un déterminant essentiel au développement économique. Ces derniers pensent que c'est, en réalité, le développement institutionnel qui influe sur les deux

types de développement. Un environnement institutionnel adéquat agirait positivement sur le développement du secteur bancaire et sur le fonctionnement des marchés des capitaux, qui favoriseraient à leur tour le financement de l'activité économique. Le développement institutionnel est donc considéré comme un déterminant direct du développement financier et comme un déterminant indirect de la croissance économique. Nous étudions empiriquement, dans ce qui suit, la nature, la réalité et l'intensité de ces liens.

II. 1. Présentation des modèles à estimer

L'objectif de cette dernière section est de tester ce rôle direct et indirect du développement institutionnel sur un échantillon de 19 pays de la région MENA sur la période 1982-2005. Comme nous l'avons déjà expliqué, nous avons choisi de représenter le développement du secteur financier seulement par le développement du secteur bancaire. Ce choix s'explique par l'importance relative et la part prépondérante du secteur bancaire par rapport aux marchés des capitaux dans le fonctionnement de tout le secteur financier dans les pays qui font l'objet de notre étude, comme le montre le deuxième chapitre de cette thèse. Il s'explique aussi par la rareté des études empiriques faites sur le développement du secteur bancaire et son incidence sur la croissance économique. L'autre raison qui a motivé la prise en considération du secteur bancaire est liée à la volonté d'isoler le rôle de la régulation bancaire sur le secteur bancaire en particulier. Nous avons donc estimé deux équations : la première concerne le lien entre le développement bancaire, le développement institutionnel et la régulation bancaire. La deuxième met en relation le développement économique et le développement bancaire.

II.1.1. Le lien entre le développement bancaire et le développement institutionnel après contrôle de la régulation bancaire

La première équation à estimer dans notre étude met en relation le développement bancaire, le développement institutionnel et la régulation bancaire, en présence d'autres variables macroéconomiques de contrôle. L'objectif est d'étudier la nature et l'intensité de la relation entre le développement institutionnel et la régulation bancaire sur le développement bancaire. Pour ce faire, nous avons estimé cette première équation.

$$DB_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DB_{it-1} + \alpha_2 INS_{it} + \alpha_3 REG_{it} + \alpha_4 LY_{it} + \alpha_5 X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Où :

DB représente la variable du développement bancaire.

INS représente la variable du développement institutionnel et légal.

REG représente la variable de la régulation bancaire.

LY représente le logarithme népérien du PIB par tête.

X représente les variables macroéconomiques de contrôle : le taux d'inflation, le degré d'ouverture commerciale, le taux de consommation publique et enfin la part des services liés à l'informatique et aux moyens de communication dans les services commerciaux exportés.

A partir de l'équation (1), nous avons dérivé d'autres équations à estimer en décomposant la variable INS. En effet, la variable INS représente le niveau de développement institutionnel et légal en général ; c'est un indicateur synthétique de six autres indicateurs.

$$DB_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DB_{it-1} + \alpha_2 ENFORCE_{it} + \alpha_3 REG_{it} + \alpha_4 LY_{it} + \alpha_5 X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$DB_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DB_{it-1} + \alpha_2 PROPERTY_{it} + \alpha_3 REG_{it} + \alpha_4 LY_{it} + \alpha_5 X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$DB_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DB_{it-1} + \alpha_2 TRUST_{it} + \alpha_3 REG_{it} + \alpha_4 LY_{it} + \alpha_5 X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Les trois nouvelles variables introduites sont des variables institutionnelles de nature financières, c'est-à-dire qui affectent directement le fonctionnement de l'appareil financier. Il s'agit des indicateurs :

ENFORCE, qui représente le degré et l'ampleur de l'applicabilité des lois promulguées.

PROPERTY, qui représente l'indice de protection des propriétés privées, et qui représente aussi, selon la littérature économique, l'indicateur de protection des investisseurs.

TRUST, qui représente le niveau de confiance dans l'économie. Nous supposons que cette variable représente le niveau du capital social atteint.

II.1.2. Le lien entre la croissance économique et le développement bancaire

Il s'agit de la deuxième équation à estimer après celle que nous venons de présenter. L'objectif de cette estimation est de voir dans quelle mesure le développement bancaire affecte le développement économique.

$$LY_{it} = \beta_0 + \beta_1 LY_{it-1} + \beta_2 DB_{it} + \beta_3 Z_{it} + \delta_{it} \quad (5)$$

Où :

LY représente le logarithme népérien du PIB par tête.

DB représente la variable du développement bancaire.

Z représente les variables macroéconomiques de contrôle : le taux d'inflation, le degré d'ouverture commerciale et le taux de consommation publique.

Nous expliquerons, dans la partie relative à la présentation des variables et à la méthodologie d'estimation, les avantages du recours à une telle écriture sous la forme dynamique, pour les deux équations à estimer.

L'estimation a été menée sur 19 pays de la région du MENA (Algérie, Bahreïn, Egypte, Iran, Israël, Jordanie, Koweït, Liban, Libye, Maroc, Oman, Qatar, Arabie saoudite, Soudan, Syrie, Tunisie, Turquie, EAU, Yémen), sur la période 1982-2005 décomposée en six sous-périodes de quatre ans chacune (1982-1985, 1986-1989, 1990-1993, 1994-1997, 1998-2001, 2002-2005).

II.2. Présentation des données et explication des choix des variables

Pour calculer le développement bancaire, nous nous sommes inspirés du travail de P. Demetriades et S. H. Law (2005)¹ qui l'ont évalué à partir de trois indicateurs. Il s'agit des « crédits domestiques accordés au secteur privé », des « crédits domestiques octroyés par le secteur bancaire » et des « passifs liquides ». Tous ces indicateurs sont exprimés en pourcentage du PIB. Pour calculer l'indicateur du développement bancaire « DB » que nous avons utilisé dans l'estimation des huit équations, nous avons recouru à une analyse en composantes principales (ACP) sur les trois indicateurs déjà mentionnés. La source de ces trois indicateurs est le *World Development Indicators*².

¹ Demetriades, P et Law. S (2005) : « Openness, Institutions and Financial Development », *University of Leicester Working Paper*, N°8, p. 7.

² Pour la période 1982-2003, les données ont été tirées du *World Development Indicators*, CD-ROM 2003, et du site www.nationmaster.com pour les années 2004 et 2005.

La même méthode de l'ACP a été utilisée pour construire l'indicateur du développement institutionnel et légal INS. Nous avons utilisé la même méthodologie de construction de cette variable pour la première étude, présentée dans la première section de ce chapitre.

Cette même méthode de l'ACP a été employée pour la construction de la variable REG relative à la régulation de l'activité bancaire. Il s'agit de construire un indicateur synthétique à partir des variables représentant :

- * Le degré d'exigence d'entrée de nouvelles banques sur le marché bancaire.
- * L'indice du capital réglementaire.
- * Le degré de restrictions sur l'activité bancaire.
- * L'indice de surveillance autonome des banques.
- * Le pouvoir officiel de supervision bancaire.

La construction de cette variable explique aussi l'intérêt porté au développement bancaire en particulier plutôt qu'au développement financier. En effet, les six indicateurs à partir desquels est construite la variable REG sont des indicateurs relatifs à la réglementation et la supervision bancaire, non pas à la régulation financière d'une manière générale. Il est logique, dès lors, d'étudier l'impact de cette variable synthétique sur le développement bancaire et non pas sur le développement financier. Les données concernant la construction de ces variables ont été collectées par J. Barth, G. Caprio et R. Levine (2006)¹. A l'instar de la première étude, le choix de cette variable se traduit par le fait qu'elle peut être aussi représentative du contrôle des capitaux exercé par les pays de la région. En effet, certaines réglementations agissent de la même manière que les contrôles des capitaux, mais ne sont pas considérées en tant que tels². Ainsi, la régulation prudentielle, qui est prise en considération ici dans la variable REG, limite l'exposition au risque de change des banques domestiques et joue donc le rôle d'un contrôle sur les capitaux.

Pour les variables macroéconomiques de contrôle, nous avons choisi le taux d'inflation, INFL, le taux d'ouverture commerciale mesuré par le ratio des exportations et des importations par rapport au PIB, le taux de consommation publique et enfin la part des services liés à l'informatique et aux moyens de communication dans les services

¹ Barth, J, Caprio, G et Levine, R (2006) : *op. cit.*, Les données utilisées par les auteurs pour leurs applications sont disponibles sur un CD qui accompagne l'ouvrage.

² Kose, M, Prasad, E, Rogoff, K et Wei, S (2006) : *op. cit.*, p. 13.

commerciaux exportés¹. Pour le taux d'inflation, nous l'avons choisi comme variable de contrôle car le niveau d'inflation dans une économie donnée est susceptible de distordre la prise de décision des agents économiques. En effet, un taux élevé d'inflation pourrait ne pas inciter les épargnants à recourir à l'intermédiation financière et à placer leur épargne dans des actifs réels, ce qui empêcherait le développement des banques de la place. Conformément aux travaux de R. Rajan et L. Zingales (2003),² qui prédisent qu'une ouverture commerciale en même temps qu'une ouverture financière sont susceptibles d'influencer positivement le développement financier, nous avons choisi d'intégrer la variable TRADE qui représente l'ouverture commerciale (bien que ces deux auteurs aient conditionné le succès de l'ouverture commerciale par rapport au développement financier, par l'ouverture simultanée aux flux des capitaux). Le taux de consommation publique, CONSOPUB, a aussi été choisi comme une variable de contrôle. C'est la part des dépenses de consommation finale du gouvernement dans le PIB. La dernière variable de contrôle, COMPUTER, représente le degré de développement dans le domaine des technologies de l'information et de la communication, qui est un secteur susceptible d'exercer une influence positive sur le développement du secteur financier, en encourageant les innovations financières et en facilitant la finalisation des transactions financières aussi bien à l'intérieur qu'à l'extérieur des frontières d'un pays.

Les variables institutionnelles additionnelles qui ont été utilisées dans les équations (2), (3) et (4) sont les mêmes que celles de la première étude présentée dans la première section. Dans ces équations, nous n'avons changé que la variable du développement institutionnel pour introduire d'autres variables de nature institutionnelle mais plus spécifiques à l'étude du développement bancaire.

II.3. La méthode économétrique

La méthode économétrique suivie pour l'estimation de l'ensemble des équations présentées est la méthode des moments généralisés GMM (*General Method of Moment*) en panel dynamique. Un modèle dynamique est un modèle dans lequel un ou plusieurs retards de la variable dépendante figurent comme variables explicatives. A l'inverse du GMM dynamique, les techniques économétriques standards comme les MCO ne permettent pas d'obtenir des estimations efficaces d'un tel modèle, à cause de la présence de la variable

¹ Il n'était pas possible d'ajouter d'autres variables de contrôle habituellement introduites dans les modèles de croissance, comme le capital humain (25 observations disponibles sur 456 possibles) ou les termes de l'échange. En raison d'une insuffisance statistique, ces variables n'ont pas pu être ajoutées.

² Rajan. R et Zingales. L (2003) : *op. cit.*, p. 29.

dépendante retardée à droite de l'équation¹.

L'estimation en GMM permet d'apporter des solutions aux problèmes de biais de simultanéité, de causalité inverse et de variables omises. Elle permet notamment de traiter le problème de l'endogénéité des variables, qui se pose nécessairement lorsque nous étudions la relation entre le développement bancaire et le développement économique². H. T. Patrick (1966) figure parmi les premiers auteurs qui se sont intéressés à la relation entre la croissance économique et le développement financier, et a souligné la causalité à double sens entre ces deux formes de développement.

Il existe deux variantes d'estimateur des GMM en panel dynamique : l'estimateur GMM en première différence et l'estimateur GMM en système. L'estimateur GMM en première différence de M. Arellano et S. Bond (1991) consiste à prendre pour chaque période la première différence de l'équation à estimer pour éliminer les effets spécifiques des pays, et ensuite à instrumenter les variables explicatives de l'équation en première différence par leurs valeurs en niveau retardées d'une période ou plus. Quant à l'estimateur GMM en système de R. Blundell et S. Bond (1998), il combine les équations en première différence avec les équations en niveau dans lesquelles les variables sont instrumentées par leurs premières différences. R. Blundell et S. Bond (1998) ont montré, à l'aide des simulations de Monte Carlo, que l'estimateur GMM en système est plus performant que celui en première différence. Ce dernier donne des résultats biaisés dans des échantillons finis lorsque les instruments sont faibles.

Dans le modèle à estimer, l'utilisation des variables retardées comme instruments diffère selon la nature des variables explicatives :

- Pour les variables exogènes, leurs valeurs courantes sont utilisées comme instruments.
- Pour les variables prédéterminées ou faiblement exogènes (des variables qui peuvent être influencées par leurs valeurs passées de la variable dépendante, mais qui restent non corrélées aux réalisations futures du terme d'erreur), leurs valeurs retardées d'au moins une période peuvent être utilisées comme instruments.
- Pour les variables endogènes, seules leurs valeurs retardées d'au moins deux périodes peuvent être des instruments valides³.

¹ Kpodar. K (2005) : *op. cit.*, p. 52.

² *idem.*

³ *ibid*, p. 53.

Il est possible aussi de recourir à une autre méthode capable de remédier au problème d'endogénéité. Il s'agit de la méthode des équations simultanées. En raison de la présence de la variable endogène de la première équation, comme variable explicative dans la deuxième équation, nous avons estimé ces deux équations simultanées par la méthode des triples moindres carrés (TLS). Les résultats d'estimation de ces équations et leur interprétation seront exposés après la présentation des résultats de l'estimation par la méthode du GMM *system*, afin de pouvoir les comparer et tester leur robustesse.

II.4. Les tests économétriques

Une série de tests économétriques ont été effectués sur l'ensemble des équations estimées. Il s'agit tout d'abord des tests de stationnarité sur l'ensemble des variables utilisées dans les estimations, des tests de normalité des résidus, des tests d'autocorrélation des erreurs et des tests de validité des instruments, étant donné que dans le cadre de la méthode du GMM *system* en panel dynamique, nous étions appelés à utiliser les variables retardées comme instruments aux variables explicatives.

II.4.1. Les tests de stationnarité

Comme le montrent les tableaux présentés en annexes, l'ensemble des variables utilisées dans les estimations sont stationnaires. Ceci étant, il importe de signaler que pour les tests de la première génération, en l'occurrence le test de K.S. Im, M. H. Pesaran et Y. Shin (1997), il n'est applicable que sur les panels cylindrés, c'est-à-dire sans données manquantes. C'est la raison pour laquelle nous n'avons pu l'utiliser que sur les variables « développement bancaire » et « développement bancaire initial ». Pour l'ensemble des autres variables, nous avons pu appliquer le test de M. H. Pesaran (2003) de deuxième génération, qui tient compte des panels non cylindrés (*Unbalanced Panel Data*).

II.4.2. Les tests de causalité

Tout comme pour la première étude, nous avons testé l'existence d'une relation de causalité entre les deux variables dépendantes concernant les deux équations, à savoir la variable du développement bancaire DB et la variable du développement économique LY, avec les autres variables explicatives. Le déroulement du test de causalité au sens de Granger s'est fait de la même manière que pour la première étude du chapitre. Si la *p-value* calculée est supérieure à 5%, l'hypothèse nulle de non-existence de causalité, entre les deux variables

testées, est admise. Les résultats exposés en annexes nous montrent qu'il y a une absence de relation de causalité entre les différentes variables explicatives et les deux variables expliquées.

II.4.3. Les tests d'autocorrélation des erreurs et les tests de validité des instruments associés au panel dynamique

Deux tests sont associés à l'estimateur des GMM en panel dynamique : le test de suridentification de Sargan/Hansen, qui permet de tester la validité des variables retardées comme instruments, et le test d'autocorrélation d'Arellano et Bond, où l'hypothèse nulle est l'absence d'autocorrélation de premier ordre des erreurs de l'équation en niveau.

Les résultats des tests d'autocorrélation des erreurs selon la procédure d'Arellano et Bond sont exposés en bas des tableaux de présentation des résultats. Si la *p-value* trouvée dépasse 1%, 5% ou 10%, l'hypothèse d'absence d'autocorrélation des erreurs ne sera pas rejetée. Ce fut le cas pour l'ensemble des estimations effectuées pour les différentes variantes des modèles étudiés.

De même, les résultats des tests de suridentification (autrement dit de la validité des instruments) sont fournis avec les résultats des estimations. Si la *p-value* trouvée dépasse 1%, 5% ou 10%, l'hypothèse nulle de validité des instruments ne sera pas à rejeter. Pour l'ensemble des équations estimées, nous pouvons accepter l'hypothèse de validité des instruments, puisque les *p-values* dépassent dans tous les cas 10%.

II.5. Présentation et interprétation des résultats d'estimation

Etant donné la spécificité des deux modèles présentés – la présence de la variable expliquée retardée comme variable explicative et l'existence de la variable expliquée de la première équation comme variable explicative dans la deuxième –, il est possible d'estimer ce système d'équations de deux manières. La première méthode, déjà présentée, est celle du GMM en système de R. Blundell et S. Bond (1998). La deuxième possibilité est la méthode des équations simultanées, qui permet aussi de surmonter le problème d'endogénéité par le recours aux triples moindres carrés.

II.5.1. L'estimation par la méthode du GMM en panel dynamique

Les estimations ont été réalisées en utilisant la méthode du GMM *system* en panel dynamique, et les écarts types sont calculés en utilisant la procédure robuste de White¹, ce qui nous permet de corriger d'éventuels problèmes d'hétéroscédasticité. Les résultats d'estimation des quatre premières équations (1), (2), (3), (4), sont présentés dans le tableau 12, ci-après.

Tableau VI. 12. Le lien entre le développement institutionnel, la régulation bancaire et le développement bancaire

| | Signe attendu | (1) | (2) | (3) | (4) | (4') |
|---|---------------|---------------------|---------------------|---------------------|----------------------|---------------------|
| Développement bancaire initial | (+) | 0,775 (0,000)*** | 0,736 (0,000)*** | 0,708 (0,000)*** | 0,869 (0,000)*** | 0,826 (0,000)*** |
| INS (Développement institutionnel) | (+) | -0,023 (0,433) | | | | 0,031 (0,281) |
| REG (Régulation bancaire) | (+) | 0,116 (0,024)** | 0,121 (0,097)* | 0,14 (0,051)** | 0,098 (0,038)** | 0,049 (0,597) |
| LY (Log du PIB par tête) | (+) | 0,142 (0,021)** | 0,206 (0,055)** | 0,19 (0,028)** | 0,08 (0,371) | 0,058 (0,081)* |
| INFL (Taux d'inflation) | (-) | -0,116 (0,405) | -0,125 (0,183) | -0,165 (0,13) | -0,327 (0,114) | -0,094 (0,211) |
| TRADE (Taux d'ouverture commerciale) | (+) | 0,682 (0,061)* | 0,609 (0,175) | | | 0,726 (0,012)** |
| COMPUTER | (+) | 0,195 (0,215) | 0,277 (0,183) | 0,288 (0,347) | 0,277 (0,049)** | |
| CONSOPUB | (+) ou (-) | | | | -0,021 (0,000)*** | -0,003 (0,656) |
| ENFORCE (Indice d'applicabilité des lois) | (+) | | -0,067 (0,274) | | | |
| PROPERTY (Indice de protection de la propriété privée) | (+) | | | -0,088 (0,184) | | |
| TRUST (Indice de confiance) | (+) | | | | -0,296 (0,12) | |
| Constante | | -1,243 (0,011)** | -1,601 (0,027)** | -1,513 (0,015)** | -0,325 (0,507) | -0,634 (0,033)** |
| Observations | | 41 | 41 | 41 | 20 | 46 |
| Test de Hansen | | 2,03 (1) | 4,05 (1) | 7,14 (1) | 0,00 (1) | 4,83 (1) |
| AR(1) | | -1,08 (0,281) | -0,97 (0,33) | -0,43 (0,667) | 1,45 (0,148) | -1,02 (0,309) |
| Test de Wald | | 2182,37 (0,000) | 550,65 (0,000) | 284,4 (0,000) | 18417,5 (0,000) | 3012,92 (0,000) |

Notes : ***significativité à 1%, ** significativité à 5%, * significativité à 10%. La période d'étude 1982-2005 est subdivisée en six sous-périodes de quatre années chacune. La variable dépendante est la variable du développement bancaire. Le test de Hansen est la statistique du test de validité des instruments, avec la p-value entre parenthèses : l'hypothèse nulle est la validité des variables retardées en niveau et en différences comme instruments. AR(1) : statistique d'Arellano-Bond du test d'autocorrélation des erreurs du premier ordre, avec la p-value entre parenthèses : l'hypothèse nulle est l'absence d'autocorrélation de premier ordre. La statistique d'Arellano-Bond du test d'autocorrélation des erreurs de second ordre n'est pas calculée par le logiciel STATA pour cette estimation. Le test de Wald est la statistique du test de significativité conjointe des variables explicatives, avec la p-value entre parenthèses : l'hypothèse nulle est la non-significativité conjointe des variables explicatives. La p-value est (.) pour les tests sur les coefficients. Le log du PIB par tête est supposé être une variable endogène au modèle, alors que le développement bancaire initial, la variable de la régulation bancaire, les variables du développement institutionnel et les variables macroéconomiques de contrôle sont supposés être des variables prédéterminées ou variables faiblement exogènes. La variable TRADE est exprimée en différence première. Des variables muettes temporelles ont été intégrées dans l'estimation de l'ensemble des modèles et ont été considérées comme variables exogènes.

¹ Les t de student obtenus sont corrigés de l'hétéroscédasticité selon la méthode de White.

Pour les quatre premières estimations de ce tableau, la variable du développement bancaire est construite en appliquant une analyse en composantes principales sur les trois variables : les crédits domestiques accordés au secteur privé, les crédits domestiques octroyés par le secteur bancaire et les passifs liquides. Ces trois indicateurs sont exprimés en pourcentage du PIB. Pour l'estimation (4'), nous avons suivi la même méthode, mais nous avons remplacé la variable des passifs liquides par rapport au PIB par la variable des « actifs des banques commerciales par rapport au PIB » dans la construction de la variable du développement bancaire.

Les résultats de l'ensemble des quatre premières estimations effectuées nous montrent que les coefficients des variables de la réglementation bancaire et pour le log du PIB par tête sont significatifs. Ceci corrobore les affirmations théoriques de H. Patrick (1966), qui considère que le développement économique exerce un effet positif sur le développement financier, ne serait-ce qu'en raison du fait que l'augmentation du revenu s'accompagne d'une augmentation de l'épargne et donc d'acquisitions d'actifs financiers. Les travaux de la théorie endogène ont appuyé cette idée de double causalité. Le partage des risques que permet l'intermédiation financière, et qui favorise l'investissement dans de nouvelles technologies, comporte des coûts et implique lui-même un certain niveau de produit par tête. Nous pouvons aussi expliquer les coefficients significativement positifs du PIB par tête par le fait que le secteur bancaire bénéficie, au même titre que les autres secteurs, du développement économique.

Pour les coefficients de la variable de la régulation bancaire, nous pouvons constater qu'ils sont significativement positifs, bien qu'à des seuils de confiance différents, pour l'ensemble des équations estimées. Ceci nous enseigne qu'une politique de contrôle et de réglementation de l'activité bancaire, qualifiée par le concept de « rigueur bancaire », peut être bénéfique et favorable au développement bancaire dans ces pays. Ce résultat ne va pas de pair avec les affirmations des théories « libéralisationnistes » de l'activité financière, puisque selon les adeptes de ces théories, une ouverture à la concurrence dans le secteur bancaire ne pourra être que bénéfique pour ce secteur, y compris dans les pays en développement. Or, l'épisode des crises financières vécues par un bon nombre de pays en développement durant les années qui ont juste suivi leur adoption de politiques d'ouverture à la libéralisation aussi bien interne qu'externe, montre le contraire. La récente crise financière que connaît la totalité des pays développés est aussi due, en partie, au relâchement de la rigueur bancaire et au

laxisme du contrôle et de la régulation. En effet, ces politiques ont déclenché une instabilité financière et une fragilisation du système bancaire, en raison d'un manque de supervision et de rigueur bancaire produit, entre autres, par l'ouverture à la concurrence bancaire sans filets de sécurité, pour mieux faciliter ce passage. Ces turbulences financières ont provoqué, à leur tour, une série de crises systémiques qui ont touché d'autres places financières dans d'autres pays émergents. Rappelons aussi que pour la construction de cet indicateur de la régulation bancaire, nous avons utilisé d'autres variables. Il s'agit du degré d'exigence d'entrée de nouvelles banques sur le marché bancaire, de l'indice du capital réglementaire, du degré de restrictions sur l'activité bancaire, de l'indice de surveillance autonome des banques et du pouvoir officiel de supervision bancaire. Cela signifie qu'aujourd'hui, le suivi d'une politique de restrictions à l'entrée de nouvelles banques étrangères et l'imposition de restrictions sur l'activité bancaire seraient favorables au développement bancaire.

Pour l'autre variable qui nous intéresse dans ces séries d'estimation, à savoir la variable du développement institutionnel, nous remarquons que ces coefficients ne sont pas significatifs, quelle que soit la variable institutionnelle prise en compte. L'explication de ce résultat, à notre sens, est de nature statistique. Puisque ces variables institutionnelles sont très peu variables dans le temps, elles ne peuvent donc pas expliquer la variation de l'indicateur du développement bancaire. Nous avons essayé de remédier à ce défaut, en subdivisant la totalité de la période 1982-2005 en six sous-périodes de quatre ans chacune, avec la prise en compte des moyennes des variables sur ces sous-périodes. Ceci a amélioré les résultats trouvés, mais n'a pas induit une variabilité explicative des indicateurs du développement institutionnel. La dernière estimation (4'), faite avec une autre variable de développement bancaire, a confirmé les résultats déjà obtenus avec la première variable, à l'exception du coefficient de la variable de la réglementation bancaire qui n'apparaît pas comme significatif. L'autre différence concerne l'impact du développement économique, qui apparaît plus important sur le développement bancaire, selon cet indicateur, puisqu'il l'explique à raison de 58% contre une moyenne de 18% pour les trois premières estimations.

Pour l'estimation de l'équation (5), nous avons utilisé la même technique d'estimation que les autres équations, à savoir la méthode du GMM *system* en panel dynamique. Les écarts types sont calculés en utilisant la procédure robuste de White, ce qui nous permet d'éviter le problème d'hétéroscédasticité. Les résultats d'estimation de l'équation (5) de la relation entre le développement bancaire et le développement économique sont présentés dans le tableau 13, ci-dessous.

Tableau VI. 13. Le lien entre le développement bancaire et le développement économique

| | (I) | (II) | (III) | (IV) | (V) | (VI) |
|---|---------------------|---------------------|---------------------|--------------------|---------------------|--------------------|
| Développement économique initial | 0,582 (0,002)*** | 0,644 (0,000)*** | 0,676 (0,004)*** | 0,77 (0,000)*** | 0,867 (0,000)*** | 0,339 (0,397) |
| DB (Développement bancaire) | 0,5 (0,049)** | 0,501 (0,075)* | 0,581 (0,08)* | 0,339 (0,064)* | 0,419 (0,068)* | 0,951 (0,049)** |
| INFL (Taux d'inflation) | 0,163 (0,308) | 0,103 (0,593) | 0,006 (0,983) | 0,124 (0,276) | 0,323 (0,106) | -0,239 (0,532) |
| TRADE (Taux d'ouverture commerciale) | 0,125 (0,558) | 0,15 (0,278) | | -0,042 (0,913) | -0,306 (0,519) | |
| CONSOPUB (Taux de consommation publique) | 0,009 (0,613) | | | 0,003 (0,717) | | |
| Constante | 3,2 (0,01)*** | 2,846 (0,01)*** | 2,469 (0,163) | 1,788 (0,104) | 0,95 (0,402) | 5,23 (0,092)* |
| Observations | 71 | 72 | 72 | 71 | 72 | 72 |
| Test de Hansen | 6,55 (1) | 8,53 (0,97) | 7,78 (0,857) | 5,94 (0,996) | 8,39 (0,868) | 5,25 (0,969) |
| AR(1) | -0,31 (0,758) | -0,45 (0,654) | -0,09 (0,928) | -0,96 (0,335) | -0,66 (0,51) | 1,09 (0,274) |
| AR(2) | -0,18 (0,859) | -1,39 (0,163) | -0,36 (0,721) | 0,55 (0,58) | -0,78 (0,436) | -0,54 (0,591) |
| Test de Wald | 443,08 (0,000) | 377,9 (0,000) | 417,21 (0,000) | 3203,94 (0,000) | 504,85 (0,000) | 315,38 (0,000) |

*Notes : ***significativité à 1%, ** significativité à 5%, * significativité à 10%. La période d'étude 1982-2005 est subdivisée en six sous-périodes de quatre années chacune. La variable dépendante est la variable du développement économique. Pour les estimations (1) et (2), la variable TRADE est exprimée en logarithme népérien, et pour les estimations (4) et (5), elle est exprimée en différence première. Le test de Hansen est la statistique du test de validité des instruments, avec la p-value entre parenthèses : l'hypothèse nulle est la validité des variables retardées en niveau et en différences comme instruments. AR(1) : statistique d'Arellano-Bond du test d'autocorrélation des erreurs du premier ordre, avec la p-value entre parenthèses : l'hypothèse nulle est l'absence d'autocorrélation de premier ordre. AR(2) : statistique d'Arellano-Bond du test d'autocorrélation des erreurs de second ordre, avec la p-value entre parenthèses : l'hypothèse nulle est l'absence d'autocorrélation de second ordre. Le test de Wald est la statistique du test de significativité conjointe des variables explicatives, avec la p-value entre parenthèses : l'hypothèse nulle est la non-significativité conjointe des variables explicatives. La p-value des t de Student sont entre parenthèses pour les tests sur les coefficients. Le développement bancaire est considéré comme variable endogène. Le développement économique initial et les variables macroéconomiques de contrôle sont considérés comme variables prédéterminées ou variables faiblement exogènes. Des variables muettes temporelles ont été intégrées dans l'estimation de l'ensemble des modèles et ont été considérées comme variables strictement exogènes.*

Pour les trois premières estimations de ce tableau, la variable du développement bancaire est construite en appliquant une analyse en composantes principales sur les trois variables : les crédits domestiques accordés au secteur privé, les crédits domestiques octroyés par le secteur bancaire et les passifs liquides. Ces trois indicateurs sont exprimés en pourcentage du PIB. Pour les trois autres estimations, nous avons suivi la même méthode, mais nous avons remplacé la variable des passifs liquides par rapport au PIB par la variable des « actifs des banques commerciales par rapport au PIB » dans la construction de la variable du développement bancaire. L'objectif de cette manœuvre est d'éviter le problème de simultanéité, puisque la variable du développement bancaire « DB » des trois premières estimations (I, II et III) est aussi la variable endogène pour les quatre premières équations (1, 2, 3 et 4). L'ajout des estimations (IV, V et VI), où la variable du développement bancaire est

calculée différemment, sert juste à tester la robustesse des résultats trouvés.

Nous remarquons que pour l'ensemble des équations estimées, les coefficients du développement bancaire sont significatifs, à des degrés de significativité différents. Les seuls cas où le développement bancaire n'a pas expliqué significativement la croissance économique étaient ceux pour lesquels les estimations étaient faites sans ajouter les variables de contrôle¹. Ceci montre que bien qu'elles aient été prises individuellement, elles n'étaient pas significatives ; les variables de contrôle influent sur la significativité des coefficients qui nous intéressent.

La première estimation (I) montre que le coefficient du développement bancaire est significatif au seuil de 5%, au seuil de 10% dans l'estimation (II), quand l'estimation était faite sans la variable du taux de la consommation publique, et significatif au seuil de 10% quand le taux d'inflation est gardé comme variable de contrôle, soit l'estimation (III). C'est le même constat qui se dégage des estimations (IV), (V) et (VI), puisque la probabilité de refuser l'hypothèse de significativité du coefficient du développement bancaire est de 6,4% pour le cas de l'estimation (IV), de 6,8% pour le cas de l'estimation (V) et de 4,9% pour le cas de l'estimation (VI). Les résultats d'estimation de la relation entre le développement bancaire et le développement économique nous montrent qu'il existe une corrélation positive entre les deux types de développement pour la période considérée et pour l'ensemble de l'échantillon étudié. Ce résultat est important, dans la mesure où il peut encourager les décideurs politiques de ces pays à agir directement sur le développement bancaire, étant donné qu'il est susceptible d'influer sur le développement économique et la croissance, qui représentent les objectifs principaux à atteindre dans les pays émergents et en voie de développement. Nous remarquons aussi que le développement bancaire agit sur le développement économique dans des proportions assez élevées et significatives en prime. Il explique, dans la plupart des cas, plus de 50% du développement économique. Parallèlement à ce constat, le développement économique n'explique, en moyenne, que 15,45% du développement bancaire, comme le montrent les résultats précédents. Le développement bancaire est donc relativement plus important dans l'explication de la croissance ; mais le contraire est moins valable. Cette importance du développement bancaire nous invite à nous pencher plus en détails sur l'étude de ses déterminants. Le chapitre précédent nous a révélé l'importance de l'environnement légal, politique et institutionnel dans le développement

¹ Résultats non reportés.

financier en général, et donc dans le développement bancaire. Sauf qu'en étudiant la relation entre l'environnement institutionnel et le développement bancaire, nous n'avons pas trouvé une relation significativement positive. Il convient donc de mettre en œuvre des réformes susceptibles de dynamiser le développement institutionnel et politique, pour que les pays du MENA puissent agir finalement sur le développement bancaire et la croissance économique.

Toujours dans le souci de tester la robustesse des résultats trouvés, nous avons utilisé une autre méthode à laquelle il est d'usage de recourir quand la variable endogène dans une équation se transforme en variable exogène dans les autres équations. Il s'agit de la méthode des équations simultanées.

II.5.2. L'estimation par la méthode des équations simultanées

La littérature économique – et même empirique – exposée dans le cadre du premier chapitre nous a révélé la possibilité d'existence d'une relation de double causalité entre le développement économique et le développement bancaire. Or, les tests de causalité effectués et présentés *supra* n'ont pas mis en évidence l'existence de cette relation entre ces deux variables. Par contre, il existe un lien théorique entre les deux types de développement, d'autant plus dans la présentation des deux équations à estimer ; la variable du développement bancaire est une variable expliquée dans la première équation et se transforme en une variable explicative dans la deuxième, et *vice versa*. Le double statut de ces deux variables entraîne un biais dans les estimations des coefficients si l'estimation est faite, équation par équation, par MCO. L'estimation par la méthode des équations simultanées offre donc la possibilité de surmonter ce biais de simultanéité. Les résultats de cette régression serviront aussi à tester la robustesse des résultats déjà trouvés précédemment par la méthode du GMM.

Les résultats de l'estimation des équations simultanées par la méthode des triples moindres carrés sont présentés dans le tableau suivant.

Tableau VI. 14. L'estimation des deux modèles par la méthode des équations simultanées

| | Variables | (I) | (II) | (III) | (IV) |
|---------------------------------|---|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| Développement bancaire | | | | | |
| | DBL (Développement bancaire initial) | 0,96 (0,000)*** | 0,985 (0,000)*** | 0,966 (0,000)*** | 0,803 (0,000)*** |
| | INS (Développement institutionnel) | 0,009 (0,736) | | | |
| | ENFORCE (Indice d'applicabilité des lois) | | -0,011 (0,586) | | |
| | PROPERTY (Indice de protection de la propriété privée) | | | 0,006 (0,708) | |
| | TRUST (Indice de confiance) | | | | 0,388 (0,12) |
| | REG (Régulation bancaire) | 0,033 (0,044)** | 0,019 (0,053)* | 0,031 (0,046)** | 0,031 (0,63) |
| | LY (Développement économique) | 0,046 (0,01)*** | 0,044 (0,026)** | 0,048 (0,008)*** | 0,057 (0,004)*** |
| | TRADE (Taux d'ouverture commerciale) | 0,739 (0,083)* | 0,681 (0,109) | 0,749 (0,082)* | 1,448 (0,039)** |
| | INFL (Taux d'inflation) | -0,022 (0,856) | -0,006 (0,96) | -0,031 (0,805) | -0,466 (0,016)** |
| | CONSOPUB (Taux de consommation publique) | -0,002 (0,767) | 0,02 (0,973) | -0,002 (0,777) | -0,013 (0,127) |
| | COMPUTER | 0,124 (0,289) | 0,13 (0,266) | 0,119 (0,314) | 0,248 (0,164) |
| | Constante | -0,448 (0,083)* | -0,368 (0,134) | -0,446 (0,078)* | 0,042 (0,947) |
| Développement économique | | | | | |
| | LYL (Développement économique initial) | 0,986 (0,000)*** | 0,95 (0,000)*** | 0,972 (0,000)*** | 0,936 (0,000)*** |
| | DB (Développement bancaire) | 0,029 (0,032)** | 0,033 (0,022)** | 0,036 (0,018)** | 0,067 (0,012)** |
| | TRADE (Taux d'ouverture commerciale) | 0,119 (0,507) | 0,122 (0,495) | 0,119 (0,508) | 0,199 (0,588) |
| | INFL (Taux d'inflation) | -0,035 (0,432) | -0,037 (0,418) | -0,035 (0,432) | 0,052 (0,48) |
| | CONSOPUB (Taux de consommation publique) | -0,004 (0,043)** | -0,004 (0,043)** | -0,004 (0,043)** | -0,003 (0,383) |
| | Constante | 0,233 (0,007)*** | 0,147 (0,108) | 0,148 (0,104) | -0,06 (0,824) |

Notes : ***significativité à 1%, ** significativité à 5%, * significativité à 10%. La période d'étude 1982-2005 est subdivisée en six sous-périodes de quatre années chacune. La p-value est (.) pour les tests sur les coefficients. La variable TRADE est exprimée en différence première.

Le premier constat qui se dégage à la lumière des résultats obtenus est leur similitude avec ceux qui ont été trouvés par la méthode du GMM. En effet, les seules variables significatives sont les variables du développement bancaire retardé, du développement économique et de la régulation bancaire pour le cas de la première équation, et les variables du développement économique retardé et du développement bancaire pour la deuxième équation. Sauf qu'avec cette dernière méthode, le coefficient de la variable du taux de consommation publique devient significatif, ce qui n'est pas le cas avec la méthode du GMM en système. Une autre différence réside dans un meilleur équilibre de la causalité avec cette deuxième méthode d'estimation. Avec la première méthode, nous avons trouvé que le développement bancaire a plus d'impact sur la croissance économique, mais que l'inverse est moins valable. Cette tendance s'équilibre avec la méthode des triples moindres carrés, puisque le développement bancaire influence la croissance économique à raison de 4,12% en moyenne, et que le développement économique explique 4,87% du développement bancaire.

Conclusion

Trois principaux résultats peuvent être retenus : (i) l'existence d'un effet positif et significatif du développement économique sur le développement bancaire ; (ii) l'existence d'un effet positif et significatif de la régulation bancaire sur le développement bancaire, autrement dit l'existence d'une relation positive d'une forme de contrôle des capitaux et de développement bancaire ; (iii) l'absence de relation significative entre le niveau de développement institutionnel et le développement bancaire. Cette absence de relation peut être expliquée par la spécificité des variables institutionnelles, qui varient très lentement dans le temps, ce qui fait qu'elle ne peut pas expliquer le développement bancaire atteint par les pays du MENA.

La problématique du développement financier dans les pays émergents continue de susciter les intérêts, les réactions de la communauté des économistes financiers et surtout les polémiques. En effet, les économistes classiques semblent croire aux vertus du libre échange et de son applicabilité pour le champ financier. Un autre pan de la littérature économique, surtout émanant des économistes néostructuralistes, infirme cette idée et croit plutôt aux bienfaits du protectionnisme, notamment pour le domaine financier. Le but de l'étude effectuée dans le cadre de ce chapitre était de montrer de façon objective les vertus de la régulation bancaire dans le développement financier. Or, les aspects institutionnels et le renforcement de la régulation et de la supervision bancaire ont été négligés dans la théorie de

libéralisation financière. Ces aspects revêtent une importance particulière pour le cas des pays en développement, en raison de l'absence de marchés financiers développés capables d'effectuer une évaluation exacte des risques existants. De plus, faute d'un système légal, les contrats ne peuvent être appliqués comme souscrits, les droits de propriété garantis et les lois relatives à la résolution des faillites bancaires exercées¹.

¹ Ben Gamra. S (2007) : *op. cit.*, p. 253.

Conclusion Générale

La mondialisation financière a été présentée par ses partisans comme un catalyseur de développement pour les pays qui en ont besoin afin de rattraper leur retard économique. Croyant aux vertus du libéralisme économique et aux bienfaits de l'ouverture à la concurrence des marchés internationaux, ils prônaient la dérégulation et la libéralisation totale des systèmes financiers. Le but de l'adoption de ces politiques étant l'exploitation des bénéfices et avantages offerts par l'ouverture financière à l'instar de l'ouverture commerciale. En effet, la mondialisation financière, selon ses partisans, améliore le taux de liquidité au sein de l'économie, du fait de l'éventuel afflux de capitaux que permet l'ouverture du compte capital. Elle permet aussi un meilleur partage et diversification des risques, par l'augmentation des opportunités d'investissement. En outre, elle rend possible le transfert technologique, dont profitent les pays en développement, qui accompagne l'appropriation des institutions financières domestiques par des organismes internationaux. A. Kose et al (2003, 2006) ont effectué deux études sur les retombées de la globalisation financière sur la santé économique des pays en développement. Ils ont conclu, d'une part, de la quasi-absence de ses avantages directs. D'autre part, ils ont souligné l'existence de preuves empiriques qui montrent que la mondialisation financière provoque les crises financières et accentue l'étendue de leurs désastres (ils citent les exemples de la crise du Mexique, de l'Argentine, de l'Indonésie, de la Corée du Sud, de la Thaïlande, de la Russie et de la Turquie). Ils se sont plutôt penchés à l'étude de l'existence d'avantages « indirects », dont les pays en développement ne peuvent bénéficier qu'à certaines conditions.

L'objet de cette thèse est de savoir comment les pays du sud de la Méditerranée, étant des pays en développement, arrivent à mobiliser leurs systèmes financiers afin de servir la croissance et le développement économique dans un climat de mondialisation financière génératrice d'instabilité et de déséquilibres macroéconomiques. L'approche théorique poursuivie place, donc, la mondialisation financière comme un cadre dans lequel ces pays sont appelés à évoluer, et non pas un facteur de développement, comme présenté par les partisans de la libéralisation financière.

Ce choix théorique s'explique par les conclusions du premier chapitre abordé. En effet, nous avons essayé, dans ce chapitre, de comprendre comment est ce que le système financier pourrait agir sur le développement économique, afin d'expliquer le choix porté sur l'étude du développement financier. Les recherches dans la littérature économique existante sur le sujet nous ont révélé deux constats :

* L'existence d'un courant dominant qui assimile le développement financier à la libéralisation financière ;

* La nature de la relation entre la finance et le développement a changé en présence des politiques de dérégulation financière et d'une mobilité internationale des capitaux. En effet, A. Kose et al (2006) ainsi qu'E. Prasad et R. Rajan (2008) affirment qu'il existe des seuils de nature économique et institutionnelle, à partir desquels le secteur financier arrive à avoir un impact positif sur la croissance économique, dans un contexte de mondialisation financière.

C'est cette dernière affirmation qui nous a guidé, par la suite, dans la construction des chapitres de la présente thèse. Il s'agit de formuler une politique de développement financier, pour les PSM, qui assurerait la croissance économique, tout en profitant des avantages qu'offre l'ouverture financière internationale, sans pour autant se heurter à ses inconvénients. Cette politique s'appuie sur la satisfaction des conditions préalables traditionnelles (maîtrise de l'inflation, restriction des déficits publics, modernisation du système bancaire, dotation de quantités suffisantes de réserves de change, etc.) mais surtout sur des conditions d'ordre institutionnel et politique, ce qui représente l'apport de la nouvelle approche. En outre, pour contrecarrer l'instabilité inhérente à l'ouverture internationale des capitaux, l'accent était mis sur le rôle de la régulation financière et de la supervision bancaire.

Avant d'exposer les différentes parties de cette politique de développement financier, nous avons étudié les caractéristiques des systèmes financiers, des systèmes juridiques et de l'infrastructure institutionnelle, ainsi que des indicateurs relatifs aux systèmes de supervision et de régulation financière des PSM. Cette étude nous a permis de faire un classement des pays en fonction de leur degré de développement financier et un autre classement en fonction de leur degré de développement institutionnel. Pour le développement financier, les pays de la région se subdivisent en trois sous-groupes : Israël et la Jordanie pour les pays qui ont un degré de développement élevé ; Turquie, Liban, Tunisie, Maroc, Algérie, Egypte pour un degré de développement intermédiaire et la Lybie et la Syrie pour les pays à faible degré de développement.

Le classement était quasiment le même pour le degré de développement institutionnel, à l'exception du Liban qui fait partie du premier sous-groupe, ainsi que la Turquie pour quelques indicateurs institutionnels clés. Cette analogie confirme les conclusions du premier chapitre et souligne l'importance du développement institutionnel comme facteur du développement financier et donc de développement économique.

A la lumière des enseignements du deuxième chapitre, nous avons présenté dans le troisième chapitre les bases d'une politique d'ouverture financière graduelle. En effet, nous avons vu que les PSM souffrent, à l'exception d'Israël, outre du déficit démocratique et institutionnel, de la faiblesse de leurs structures de supervision et de contrôle financier. La politique proposée dans le troisième chapitre est basée sur la place importante accordée au gradualisme financier, au contrôle des capitaux et aussi aux mécanismes de régulation financière et de supervision bancaire.

Pour illustrer la viabilité de ce genre de politique, nous avons étudié dans le quatrième chapitre les exemples de deux pays qui ont choisi une voie différente de celle prônée par le courant dominant. Il s'agit de l'expérience de la Corée du Sud et de la Chine. La Corée du Sud a été épargnée par la crise financière du Sud-est asiatique jusqu'à ce qu'elle abandonne, d'une manière intempestive, la politique des contrôles de capitaux. La Chine n'a pas connu la crise asiatique, et ceci grâce à la poursuite d'une politique prudente en matière de libéralisation du compte capital. Les expériences de ces deux pays nous ont servi de témoins quant à la possibilité d'éviter une politique d'inspiration libérale dans le but d'assurer le développement financier. Le premier enseignement de ce chapitre nous a, surtout, rappelé les conclusions des premier et deuxième chapitres, à savoir l'importance de l'infrastructure institutionnelle dans la mise en place d'un système financier développé. En plus, l'importance du gradualisme et l'efficacité de la régulation bancaire ont été mis en évidence par l'expérience coréenne. L'autre enseignement tiré provient du cas de la Chine. En effet, l'étude de l'expérience chinoise nous a montré la possibilité de l'existence d'une infrastructure institutionnelle informelle. Il s'agit de la notion de capital social qui a remplacé pour le cas de la Chine, le développement institutionnel « traditionnel ». C'est sur cette base que repose la réforme du système financier chinois, lui permettant de profiter des avantages d'une ouverture financière graduelle.

Le cinquième chapitre était consacré à l'étude théorique de l'impact du développement institutionnel ainsi que de la notion de capital social. Cette étude nous a révélé le rôle complémentaire que joue le capital social avec la présence d'une infrastructure institutionnelle développée. Le capital social peut aussi se substituer aux institutions classiques et jouer le même rôle comme c'était le cas de la Chine. Ceci semble plus approprié pour le cas des pays en développement, comme les PSM, qui souffrent d'une faiblesse de leurs institutions politiques et légales.

En s'appuyant sur ces affirmations théoriques, nous avons fait ressortir, dans la partie empirique, les progrès que doivent effectuer les PSM en matière de développement institutionnel afin de profiter des avantages qu'offre l'ouverture financière internationale. Nous avons aussi testé l'efficacité de la politique graduelle prônée dans la partie théorique et l'efficacité de la régulation financière sur le développement financier. Tout en vérifiant si le développement financier agit d'une manière positive sur la croissance économique pour les pays de la région. Nous avons calculé, dans un premier temps, des seuils de développement institutionnel, à partir desquels l'ouverture financière totale arrive à avoir un impact positif sur le développement financier. Le développement institutionnel informel, découvert au quatrième chapitre, a aussi été pris en considération. Comme révélé dans le deuxième chapitre, les PSM ne disposent pas de fortes institutions traditionnelles (respect de la loi, démocratie, etc.), cependant, elles peuvent disposer, comme c'est le cas de la Chine, d'un substitut au développement institutionnel classique en la notion du capital social.

Les résultats obtenus montrent que dans l'ensemble, la moyenne des PSM était en dessous des seuils institutionnels minimums calculés. Même pour les institutions informelles, le constat est le même, puisque pour la plupart des pays, le seuil minimum du capital social n'a pas été atteint. Or tant que les PSM n'atteignent pas ces seuils, il serait préférable pour eux de poursuivre une politique de restrictions à l'entrée des capitaux internationaux. Israël est le seul pays de la région qui dépasse l'ensemble des seuils, suivi par la Jordanie, voire la Turquie ou le Liban, et ce en fonction de la variable institutionnelle choisie. La Lybie et la Syrie sont les deux seuls pays de la région qui ne satisfassent aucun des seuils. Là aussi, nous retrouvons le même classement établi au deuxième chapitre, fait en fonction du niveau du développement financier. Ceci montre bien que le développement institutionnel agit sur le développement financier, même si cette relation n'a pas été vérifiée statistiquement dans le cas de notre échantillon. Ce résultat est probablement dû à la nature des variables

institutionnelles choisies, qui ne varient que très lentement dans le temps, ce qui fait qu'elles n'ont pas un pouvoir explicatif significatif sur la variable du développement financier. Cette même étude nous a permis de vérifier que la libéralisation commerciale est une condition préliminaire nécessaire à la réussite de l'ouverture financière. Ce qui conforte l'idée défendue dans le troisième chapitre, où nous avons souligné la nécessité du « *sequencing* » dans la marche vers l'ouverture financière totale. Toujours dans le souci de tester la validité de la politique financière proposée qui s'appuie sur le rôle de la réglementation prudentielle et la supervision bancaire, nous avons étudié dans un deuxième temps, la relation entre la régulation financière et le développement bancaire. La dernière crise des *subprimes* a montré l'importance de la régulation financière dans la prévention des crises. Cette crise est la conséquence directe de la politique de libéralisation financière prônée par les IFI, qui se traduit par un laxisme et un relâchement du contrôle bancaire. Les graves conséquences de cette crise ont fait que les décideurs politiques et économiques avouent, désormais, la nécessité d'une surveillance bancaire stricte, même parmi ceux qui défendaient le contraire avant l'éclatement de la crise. Les résultats trouvés pour les PSM corroborent le regain d'intérêt dont jouit la régulation financière. En effet, nous avons trouvé que la variable représentant la régulation financière exerce un impact positif et significatif sur le développement bancaire. De même, nous avons trouvé que le développement bancaire exerce, à son tour, un effet positif et significatif sur la croissance économique. L'influence positive de la régulation financière sur le développement bancaire, et par conséquent sur la croissance économique, valide la portée de la politique financière défendue dans cette thèse. Une politique qui accorde une place de choix à la réglementation et la supervision financière.

Le développement financier des pays du sud de Méditerranée, passe donc, par une série de réformes économiques, mais surtout par des réformes institutionnelles et politiques. Il va sans dire qu'engager l'ensemble de ces réformes aura des coûts à supporter pour ces pays. Comme le rappelle D. Rodrik (2008), engager de telles réformes risque d'avoir un coût prohibitif, voire inutile pour les pays en développement. Il serait, donc, intéressant d'effectuer une analyse coûts-avantages pour voir s'il est plus convenable d'entamer une série de réformes d'ordre institutionnelle afin d'être prêt à affronter la mondialisation financière dans les meilleures conditions. A moins qu'il soit plus avantageux de renoncer à ces réformes sous prétexte que les avantages de l'ouverture sont moindres que les coûts à supporter. Une analyse faisant appel à la théorie des jeux pourrait être un outil adéquat pour résoudre ce dilemme.

Annexes

Annexe I. Revue des expériences de libéralisation financière des pays de la région

| | Secteur financier domestique | | | Marchés financiers | Compte capital |
|---------------|---|---|--|--|--|
| | Taux d'intérêt | Crédits et réserves obligatoires | Concurrence | | |
| Egypte | 1991 : libéralisation des taux d'intérêt débiteurs et créditeurs | 1991 : Suppression du plafonnement des crédits alloués au secteur privé | 1990 : Les banques étrangères ont été autorisées à acquérir des parts majoritaires dans les banques et d'investir dans des affaires avec des fonds libellés en monnaie étrangère. | 1992 : La loi 95 des marchés financiers a autorisé le libre accès des investisseurs étrangers au marché financier. Il n'existe pas de restrictions à l'investissement étranger sur le marché des titres. | 1990 : Réduction du contrôle de l'investissement direct étranger et de l'investissement domestique de portefeuille. 1991 : Suppression du contrôle et unification du système de change |
| Israël | 1990 : Suppression des taux d'intérêt subventionnés appliqués aux secteurs prioritaires. | 1987 : Réduction graduelle des réserves obligatoires pour approcher les niveaux internationaux. Allègement des restrictions aux instruments d'investissement des investisseurs institutionnels. 1990 : Abolition du système d'orientation des crédits. | 1987 : Un petit nombre de grandes banques universelles domine le secteur bancaire. Emission de nouvelles licences permettant d'élargir les opérations des petites banques. | 1993 : Les non résidents ont été autorisés à déposer dans leurs comptes, tous les revenus reçus des titres israéliens, si ces derniers ont été achetés par des sources, autres que les comptes des non résidents. | 1977 : Elimination du contrôle des capitaux 1979 : Réimposition du contrôle de capitaux 1987 : Elimination graduelle des restrictions sur les entrées et les sorties de capitaux. |

| | | | | | |
|--------------|--|--|--|---|--|
| Maroc | <p>1980 : Augmentation graduelle des taux d'intérêt administrés pour atteindre les niveaux des taux d'intérêt réels positifs. Réduction des taux d'intérêt subventionnés appliqués aux secteurs prioritaires.</p> <p>1989-90 : Les taux d'intérêt créditeurs ont été davantage libéralisés.</p> <p>1991 : Le plafonnement des taux d'intérêt appliqués aux crédits à court, moyen à long terme (à l'exception des crédits à l'exportation et les crédits aux PME)</p> <p>1996 : Libéralisation des taux d'intérêt débiteurs et créditeurs, à l'exception des taux d'intérêt rémunérant les dépôts d'épargne et les dépôts à vue.</p> | <p>1986 : Réduction graduelle de la détention obligatoire de bons de trésor à 35% des dépôts de court terme.</p> <p>1991-93 : Réduction de la détention obligatoire par les banques commerciales de bons émis par les différentes banques de développement (BNDE, CIH et CNCA) de 15% à 2% des dépôts.</p> <p>1994 : Abolition du ratio de détention obligatoire de bons de BNDE et CIH et du coefficient de rétention appliqué sur les crédits à l'exportation. Une détention obligatoire de bons de CNCA équivalente à 2% des dépôts est restée en place.</p> <p>1996 : Elimination des crédits orientés vers les petites entreprises et les entreprises exportatrices. Réduction de la détention obligatoire de bons de trésor à 10% des engagements de CT.</p> | <p>1989 : Réduction des barrières à l'entrée. Avec l'annulation du décret de marocanisation de 1973, qui imposait une limite égale à 49% de la propriété étrangère dans les secteurs stratégiques, y compris le secteur bancaire.</p> <p>1993 : Institution d'une nouvelle loi qui renforce davantage la concurrence en rompant la compartimentation des activités entre les banques commerciales et les banques de développement, et en créant une base légale unifiée aux banques universelles. Avec les institutions financières non bancaires (leasing et crédit à la consommation) en activité, de nouvelles institutions d'investissement privé ont émergé récemment, en parallèle avec le développement du marché des titres et le démarrage du processus de privatisation des banques publiques.</p> | <p>1983 : Etablissement d'un mécanisme d'émission de bons de trésor sur le marché monétaire.</p> <p>1989 : Transformation d'un mécanisme d'émission de bons de trésor en un système de vente aux enchères.</p> <p>1995 : L'accès à ces bons a été graduellement autorisé aux banques, aux compagnies d'assurance, aux fonds de sécurité sociale, aux institutions financières non bancaires et au public.</p> <p>1996 : Une banque marocaine a émis des titres sur les marchés internationaux de capitaux via la réception de dépôts, ce qui a contribué à attirer les investisseurs internationaux. Une entreprise marocaine a émis des bons sur le marché européen.</p> | <p>1990 : Achèvement de la convertibilité du compte courant.</p> <p>1993 : Libéralisation de certaines transactions de compte capital, généralement reliées aux investissements de portefeuille aux investissements directs étrangers, et de l'emprunt extérieur des résidents. Certaines sorties de capitaux, reliées aux activités exportatrices non autorisées.</p> |
|--------------|--|--|--|---|--|

| | | | | | |
|---|---|--|--|---|---|
| <p style="text-align: center;">Tunisie</p> | <p>1987 : libéralisation des taux d'intérêts sur les dépôts à terme d'une maturité minimale de 3 mois. Détermination des taux d'intérêt sur le compte spécial d'épargne à travers le taux du marché monétaire (TMM) du mois précédant. Les taux d'intérêt sur les crédits, à l'exception de ceux pratiqués aux secteurs prioritaires, ont été autorisés à se déterminer librement dans une marge de 3% du TMM.</p> <p>1990 : Accroissement des taux préférentiels pour tous les crédits prioritaires.</p> <p>1994 : Libéralisation totale des taux d'intérêt sur les crédits aux secteurs non prioritaires.</p> <p>1996 : Abolition des taux d'intérêt préférentiels appliqués aux secteurs prioritaires. Les taux d'intérêt sur les dépôts sont restés limités à 2% des dépôts à vue et TMM-2% pour les dépôts d'épargne</p> | <p>1988 : Suppression de l'autorisation préalable auprès de la Banque centrale</p> <p>1990 : Suppression du financement bancaire de certaines entreprises publiques aux taux d'intérêt préférentiels.</p> <p>1991 : Réduction de la détention obligatoire d'instruments de dette du trésor par les banques en autorisant le placement des bons de trésor par le public.</p> <p>1994 : Abolition de l'obligation de souscription et de détention de bons de trésor</p> <p>1996 : Abolition des ratios de crédits sectoriels et donc du taux de refinancement préférentiel.</p> | <p>1986 : Elargissement de l'envergure des activités des banques étrangères. Les banques offshores ont été autorisées à collecter des dépôts des résidents dans la limite des souscriptions dans le capital des banques des entreprises résidentes. Elles ont été aussi autorisées à financer par leurs propres détentions de devises, les souscriptions au capital dans certaines entreprises résidentes, à élargir leurs crédits en monnaie locale sur les dépôts collectés par les résidents, à s'engager dans des crédits de MLT en devises, tant qu'elles financent les exportations et les importations des résidents.</p> <p>1989 : Les banques étrangères ont été autorisées à établir des succursales en Tunisie. Une branche d'une grande banque internationale a été ainsi installée</p> <p>1994 : Réduction de la spécialisation des banques commerciales et des banques de développement, mais les restrictions demeurent sur les dépôts collectés par les banques de développement et les crédits de long terme des banques commerciales.</p> | <p>1989 : Introduction de la vente aux enchères des bons de trésor</p> <p>1991 : Le trésor a arrêté son émission de bons d'équipement à bas intérêts et à longue maturité.</p> <p>1993 : Introduction des bons de trésor négociables dans le but de créer des instruments financiers à longue maturité échangeables en bourse.</p> <p>1995 : Libéralisation partielle de l'investissement interne de portefeuille</p> | <p>1993 : Achèvement de la convertibilité du compte courant. Libéralisation de certaines transactions du compte capital, généralement reliées aux investissements de portefeuille et aux investissements directs étrangers, et de l'emprunt extérieur des résidents. Certaines sorties de capitaux, reliées aux activités exportatrices ont été autorisées.</p> <p>1994 : Emission de bons de trésor de long terme sur le marché des capitaux japonais. Etablissement d'un marché de change étranger interbancaire. Sous le nouveau régime, les rendements de change étranger peuvent être librement rapatriés.</p> |
|---|---|--|--|---|---|

| | | | | | |
|----------------|--|---|--|---|--|
| Turquie | <p>1980 : Suppression du plafonnement des taux d'intérêt débiteurs et créditeurs.</p> <p>1983 : Réimposition du contrôle des taux d'intérêt créditeurs.</p> <p>1987 : Démarrage des opérations de marché ouvert.</p> <p>1988 : Elimination du contrôle des taux d'intérêt.</p> | <p>1986-88 : Réduction des réserves obligatoires à 15%</p> <p>1989 : Elimination du contrôle des crédits.</p> <p>1990 : Accroissement des réserves obligatoires à 25%.</p> | <p>1980 : L'installation des banques étrangères a été autorisée avec certaines restrictions.</p> <p>Elargissement de l'envergure des activités bancaires.</p> <p>1981 : Baisse des barrières à l'entrée.</p> | <p>1983 : Etablissement d'un marché externe des capitaux.</p> <p>1985 : Les titres de l'Etat se vendent aux enchères et leurs rendements sont déterminés par le marché.</p> <p>1986 : Démarrage de la bourse d'Istanbul.</p> <p>1987 : Etablissement d'un marché monétaire interbancaire.</p> <p>1989 : Le marché a été considéré comme 100% ouvert. Les investisseurs ont été autorisés à échanger les titres cotés sans restriction. L'achat de titres par les non résidents demande une autorisation préalable.</p> | <p>1984 : Dérégulation du change : les résidents ont été autorisés à détenir des dépôts libellés en monnaie étrangère.</p> <p>1985 : Introduction de nouvelles restrictions sur le change étranger.</p> <p>1989 : Libéralisation des mouvements de capitaux.</p> <p>1990 : Libéralisation du taux de change.</p> |
|----------------|--|---|--|---|--|

Source : Ben Gamra, S (2007) : *op. cit.*, p. 419.

Annexe II. Présentation des systèmes financiers et monétaires des pays de la région

Annexe II.1. La structure du système bancaire

| | Nombre/type de banques | Total actifs/PIB | Les banques publiques | Les banques islamiques | Les banques offshore |
|-----------------|---|------------------|---|------------------------|----------------------|
| Algérie | Il y a 19 banques commerciales dont 6 banques publiques. Les banques privées ont commencé à exister depuis les années 1990, mais elles ne représentent qu'une faible part du secteur bancaire | 50% | Il y a 6 banques publiques avec 1050 branches. La part des actifs et des dépôts représente 95%. Les créances sur le gouvernement représentent 55% de l'ensemble des actifs domestiques. | Une | Une |
| Egypte | Il existe 81 banques : 28 banques commerciales (dont 4 à la propriété de l'Etat), 32 banques d'affaires (dont 21 sont des branches de banques étrangères), 21 banques spécialisées (1 industrielle, 2 immobilières et 18 agricoles). Les banques agricoles opèrent à travers 2223 unités bancaires. | 125 | Il y a 4 banques étatiques (banques commerciales et banques d'affaires). Les banques et les sociétés d'assurances publiques détiennent une part importante dans les capitaux des banques privées. | Oui | Non |
| Jordanie | Il y a 9 banques commerciales domestiques, 2 banques commerciales islamiques, 5 banques d'investissement, 5 banques étrangères et 5 instituts de crédits spécialisés. Les banques offshore jouent un rôle mineur au sein du système bancaire | 220 | Pas de banques publiques | 2 banques commerciales | Non |
| Liban | Il y a 68 banques dont 46 domestiques, 14 étrangères et 8 banques spécialisées. | 302 | L'Etat détient 3 types de banques : une banque de développement, une banque immobilière et une banque immobilière à caractère social. Les actifs des banques publiques se situent au niveau de 5% de l'ensemble des actifs bancaires. | Non | Non |
| Libye | Il y a 6 banques commerciales, 18 nouvelles banques locales créées au début des années 2000 et 3 banques spécialisées. | | L'Etat détient 6 banques commerciales, 45 petites banques privées régionales et 3 banques spécialisées (agricoles, immobilières et de développement) avec des parts d'actifs et de dépôts représentant près de 97% de l'ensemble des actifs | | 2 |

| | | | | | |
|----------------|--|------|---|-----|-----|
| | | | bancaires. | | |
| Maroc | Il y a 19 banques dont 6 publiques. | 89 | Six banques dont 4 banques spécialisées. Les actifs des banques publiques représentent 18% de l'ensemble des actifs bancaires (36% du PIB) | Non | 6 |
| Syrie | Il y a une banque commerciale, 4 banques spécialisées et la poste comme fond d'épargne | | Toutes les banques sont publiques | Non | Non |
| Tunisie | Il y a 14 banques commerciales (dont 6 publiques), représentant 89% de l'ensemble des actifs bancaires, 6 banques de développement (une publique et les 5 autres sont des propriétés partagées « <i>joint ventures</i> » avec d'autres pays arabes du Golfe), représentant 5% des actifs bancaires, 8 banques offshore dont les actifs représentent 6,4% de l'ensemble des actifs bancaires. | 82,3 | Les banques commerciales étatiques ou semi-étatiques représentent contrôlent 40% des actifs du système financier. L'Etat détient 6 banques commerciales, une banque de développement et 5 autres banques de développement en joint-venture. | Non | 8 |

Source : Creane. S et al. (2004) : « Financial Sector Development in the MENA », *IMF Working Paper* N°201, p. 26.

Annexe II.2. La structure du système bancaire (suite)

| | Concentration du secteur bancaire | Est-ce que les nouvelles banques accèdent facilement au système bancaire | Orientation des crédits | Assurance dépôts | Transactions non réglées en espèces |
|-----------------|--|--|---|------------------|-------------------------------------|
| Algérie | | Oui, mais limitée | | Implicite | Limité |
| Égypte | Il y a 4 banques commerciales publiques qui détiennent 53% de l'ensemble des actifs bancaires et 57% des dépôts de l'ensemble du système bancaire | Non | Le secteur industriel bénéficie de 34% des crédits, les services 28%, le commerce 25%. | Implicite | Limité |
| Jordanie | Les 3 plus grandes banques détiennent 90% des actifs bancaires. L'Arab Bank détient 60% des actifs, Housing Bang est la seconde plus grande banque du pays, et elle possède plusieurs agences à travers le territoire national | Oui, la dernière banque fut établie en 1977. | Le commerce et les échanges s'accaparent la part importante des crédits et à un degré moindre, le secteur des Constructions. | Oui | Oui |
| Liban | Il y a 5 banques qui détiennent 90% de l'ensemble des actifs bancaires, 54,5% des actions, 38,2% des prêts et 41% des dépôts | Difficile | Le secteur du commerce des biens et services bénéficie de 45% des crédits, le secteur des Constructions de 19,2, la consommation 12,8%, l'industrie 13.3% et les institutions financières de 3,3% | Oui | Oui |
| Lybie | Il y a 5 banques qui détiennent 97% des dépôts et distribuent 99% de l'ensemble des crédits octroyés par les banques commerciales | Oui et la dernière banque fut établie en 1996. | Le secteur des entreprises publiques bénéficie de tous les crédits | Implicite | Non |
| Maroc | Les 3 plus grandes banques détiennent à peu près 50% des actifs bancaires | Oui | Le secteur manufacturier bénéficie de 16%, le secteur des services 27%, les ménages 23% et les hôtels et construction 8% | Implicite | Oui |
| Syrie | | Non | Le secteur du commerce bénéficie de 71% de l'ensemble des crédits, l'agriculture 10%, le secteur des Constructions de 10% | Non | Limitée |

| | | | | | |
|----------------|---|-----|--|-----------|-----|
| Tunisie | Les 6 banques étatiques contrôlent 40% de l'ensemble des actifs du système financier et 60% de l'ensemble des actifs des banques commerciales | Non | Le secteur des services récolte de 34.7% de l'ensemble des crédits alloués par le système bancaire, l'agriculture 18.6% et l'industrie 15% | Implicite | Oui |
|----------------|---|-----|--|-----------|-----|

Source : Creane. S et al. (2004) : *op. cit.*, p. 29.

Annexe II.3. La structure du système financier non bancaire

| | Secteur financier non bancaire | Marché des capitaux | Financement de l'immobilier | Activité du marché interbancaire |
|-----------------|--|---|---|----------------------------------|
| Algérie | Il est composé de fonds mutuels, compagnies d'assurance, des agences de sécurité sociale et des agences de change. | Le marché des capitaux est ouvert depuis 1999. Il demeure de taille modeste, avec seulement 4 compagnies cotées. | Très limité | Inactif |
| Égypte | Il est composé de fonds de pension, 23 fonds mutuels, 15 compagnies d'assurance, des compagnies de leasing et des agences de change. | Il existe deux bourses en Égypte : La Bourse du Caire et la Bourse d'Alexandrie. En 1998, le nombre des compagnies cotées était de 861. Elles sont de l'ordre de 603 en 2006 et la capitalisation boursière est de l'ordre de 81,21% en 2006. | Pas développé | Oui |
| Jordanie | Il est composé de fonds de pensions publics, 27 compagnies d'assurance, 91 agences de change, et dernièrement il y a eu l'entrée de fonds mutuels privés. | En 2003, la Bourse d'Amman comptait 158 compagnies cotées avec un ratio de capitalisation boursière par rapport au PIB de 80,4%, la moyenne du turn over journalier était de 3,6 millions (en dinar jordanien). En 2006, 227 compagnies sont cotées avec un ratio de capitalisation boursière par rapport au PIB de 240 %, et un ratio de turnover de 59% | Il existe en Jordanie une institution de crédits spécialisés dans l'immobilier : « <i>Jordan Secondary Mortgage Refinance Company</i> » qui a pour fonction de faciliter l'accès à l'emprunt des ménages auprès des banques jordaniennes, en permettant à ces dernières de se refinancer afin de prolonger leurs crédits à moyen et long terme. | Oui |
| Liban | Il est composé de 2 fonds de pension domestiques, 12 fonds mutuels, 80 compagnies d'assurance, 300 agences de change et des agences de courtage. | Il n'y a que 13 compagnies cotées en bourse. A la fin de 2001, la capitalisation boursière avoisinait les 13% du PIB. En 2006, le nombre de compagnies cotées en bourse était de 11, le ratio de capitalisation boursière par rapport au PIB était de 29,25% et le ratio de turnover de 35,68% | Il y a une banque immobilière étatique et une banque immobilière à caractère social. | Limité |
| Libye | Le secteur financier non bancaire libyen est limité. Il se compose de 24 compagnies d'assurance et d'un fond de sécurité sociale. | Non | Une institution publique spécialisée | Inactive |
| Maroc | Il est composé de fonds de pension, de fonds mutuels, de compagnies d'assurances, de compagnies de leasing, des maisons de courtage et d'un dépositaire central de valeurs | En 2001, il y avait 53 compagnies cotées en bourse, avec une capitalisation boursière de 27,9% du PIB à la fin de 2001. En 2006, il y avait 65 compagnies cotées en bourse, avec une capitalisation boursière de 67,23% du PIB et un ratio de turnover de 35,04% | Les prêts à l'immobilier sont fournis par les banques commerciales, ainsi qu'une banque spécialisée. | Inactive |

| | mobilières « <i>Central Depository for Securities</i> » | | | |
|----------------|---|--|---|----------|
| Syrie | Il y a des fonds de pension et des compagnies d'assurance. | La Bourse de Damas était créée en 2006, son activité est encore très limitée. | Il existe une banque immobilière spécialisée dans le financement des projets publics et privés de construction. Ce financement arrive jusqu'à hauteur de 75% de la valeur réelle des projets concernés. | Inactive |
| Tunisie | Il est composé de deux fonds de pension, de 28 fonds mutuels, de 24 compagnies d'assurance, de 9 compagnies de leasing et de 2 compagnies de factoring. | En 2006, il y avait 58 entreprises cotées à la Bourse de Tunis, avec une capitalisation boursière évaluée à 12,16% du PIB et un ratio de turnover de 14,84%. | Les prêts immobiliers accordés par la seule banque immobilière étatique se sont répandus ces dernières années et demeurent relativement accessibles. | Inactive |

Source: Creane. S et al. (2004) : *op. cit.*, p. 29; World Development Indicators (2008)

Annexe II.4. La supervision et la régulation bancaire

| | Supervision bancaire et régulation | Exigence d'adéquation des fonds propres pour le système bancaire | Part des créances douteuses dans l'ensemble des crédits |
|-----------------|--|--|---|
| Algérie | En 1994, des efforts ont été fournis par les autorités pour que les banques soient conformes aux normes reconnues du système bancaire. En parallèle, un programme de restructuration financière interne a été initié. L'ensemble des banques doivent avoir la certification de la Banque d'Algérie, qui exige des réserves obligatoires, ainsi qu'un ratio de fonds propres pondérés des risques (ratio Mc Donough) recommandé par Bâle II. En 1995, la Banque d'Algérie a établi de nouvelles réglementations prudentielles pour limiter la concentration des risques et pour établir des règles claires quant à la classification des prêts et des provisions. | Le ratio des fonds propres pondérés des risques a passé d'une exigence de 5% en 1996 à 8% en 1999. | |
| Egypte | La supervision bancaire est relativement importante, et la législation bancaire en vigueur correspond, en général, aux recommandations du Comité de Bâle. Les faiblesses enregistrées de la régulation pour le système égyptien relève, notamment, du risque de marché. | A la fin de 2002, le ratio des fonds propres (RFP) « Ratio <i>Cooke</i> » a passé de 8% à 10%. Avant cette augmentation, il n'y avait que 3 banques de petite taille qui n'ont pas satisfait le RFP. | En juin 2002, il y avait 16.9% de créances douteuses par rapport à l'ensemble des créances détenues par le système bancaire. En septembre 2002, cette part s'élevait à 17.7%, alors qu'en 2005, elle était de l'ordre de 25%. |
| Jordanie | La Banque centrale de Jordanie assure une supervision « vigoureuse » de son système bancaire. L'attention est particulièrement portée sur les politiques des banques d'octroi de prêts, ainsi que sur la constitution de provisions aux éventuels défauts de remboursement. Les banques doivent respecter une série de mesures de régulations prudentielles détaillées et dictées par la Banque centrale de Jordanie. Cette dernière veille à ce que les banques ne tiennent pas des positions risquées en devises. | En juin 1997, le RFP pondérés des risques a atteint 12%. En juin 2002, la moyenne des TFP pondérés des risques était de 17.4%. | En 2001, la part était de 19.7% (sur la base d'un calcul s'étalant sur 120 jours). En juin 2002, 20.7% (sur la base d'un calcul s'étalant sur 90 jours) et en 2005, la part était de 13.6% marquant l'efficacité des procédures de supervision suivies. |
| Liban | En 1967, le Parlement libanais a établi une commission de contrôle et de supervision bancaire indépendante Banque centrale. Les cinq membres de cette commission, sont nommés par le gouvernement. Cette commission est constituée de 70 inspecteurs, et son autorité de supervision est même étendue aux institutions financières non bancaires. | Le TFP a passé de 8% à 10% à la fin de 2000, et à 12% à la fin de 2001. Les niveaux de ces ratios, cependant, sont différents selon les banques, mais la majorité d'entre elles respectent les normes exigées par le Comité de Bâle. | En 1994, la part était de 20%, 13% en 1998, 17% en 2000 et 15,8% en 2005. |

| | | | |
|----------------|---|---|---|
| Libye | La Banque centrale de Libye n'a pas conçu d'instructions aux banques relatives à l'actualisation de leurs mécanismes de contrôle interne, d'inspection ou d'audit. Elle n'a pas non plus développé de système fiable pour la notation des banques en fonction de leurs procédures de prévention contre les risques. | En 2001, le TFP était de 15.2%. Toutes les principales banques, à l'exception d'une seule, satisfaisaient le TFP minimum exigé. Par contre le TFP des petites banques régionales était pour la plupart en dessous du minimum exigé. | En 2001, la part était de 29% |
| Maroc | La structure de supervision et de réglementation prudentielle a été améliorée au Maroc pendant ces dernières années. La dépendance des autorités de supervision, le manque d'efficacité de la supervision dans le « on-site » et le « off-site » et l'inefficacité de la régulation dans la constitution des provisions représentent, cependant, des faiblesses significatives qui caractérisent le système de régulation du système bancaire marocain. | Le TFP pondéré des risques a atteint 14.7% à la fin de 2001, alors qu'il était de 11.2% en 1997. Pour les banques qui dominent le secteur financier, le ratio était de 15.7%. | En 2001, la part des créances douteuses était de 14.1%, et a passé à 15.7% en 2006. |
| Syrie | La régulation et la supervision bancaire sont inadéquates. | | Il n'y a pas de données disponibles. |
| Tunisie | La régulation prudentielle en Tunisie obéit aux normes internationales, mais comme le cas du Maroc, les mécanismes de constitution de provisions demeurent faibles. | L'exigence de fonds propres a passé d'un minimum de 5% à 8% en 1999. Toutefois, une seule banque commerciale étatique de taille réduite respecte ce ratio. | En 1992, la part était de 40%, 25% en 1996, 19.5% en 2001 et 20.9% en 2005. |

Source : Creane. S et al. (2004) : *op. cit.*, p. 35.

Annexe II.5. La supervision et la régulation bancaire (suite)

| | Les restrictions au prêt à un seul emprunteur ou aux « emprunteurs-amis » | Audit et inspection | Système de paiement |
|-----------------|--|---|--|
| Algérie | Oui | En 1994, il y a eu l'adoption d'étapes à franchir afin de faire en sorte que les banques soient conformes, aux standards internationaux en matière de comptabilité bancaire. | Le système de paiement algérien souffre de sérieuses insuffisances. La Banque Mondiale a porté sa garantie de financement afin de renforcer le système de paiement. |
| Égypte | Les banques d'Etat détiennent un pourcentage élevé de crédits non performants accordés aux entreprises publiques et à des emprunteurs proches. La régulation sur « les prêts connectés » ¹ (<i>connected lending</i>) interdit l'extension de ce type de crédits aux membres du directoire de la banque concernée ou à des auditeurs externes. La limite d'octroi des « grands prêts » (<i>large exposure</i>) est fixée à 30% du capital de base de la banque. | Les rapports financiers de n'importe quelle banque doivent être examinés par deux auditeurs externes. Des inspections exhaustives « <i>on-site</i> » sur les banques en propriété partagée (<i>joint venture banks</i>) ont lieu tous les deux ans. La Banque centrale d'Égypte exige aussi des rapports en « <i>off-site</i> » sur un certain nombre d'aspects de chacune des opérations de la banque. En juin 2002, la Banque centrale a ordonné aux banques de former des comités d'audit. | Le paiement en espèces est l'instrument le plus utilisé. |
| Jordanie | Pour « les prêts connectés », les banques doivent avoir l'approbation pour prêter, si c'est plus que 1000 dinars jordaniens. Les compagnies bénéficiaires ne peuvent pas avoir des crédits supérieurs à 10% du capital de la banque. Le crédit à un seul emprunteur ne doit pas être supérieur à 25% du capital versé de la banque et des réserves statutaires. | Inspections annuelles « <i>on-site</i> ». | Il fonctionne efficacement |
| Liban | Les crédits à un seul emprunteur sont plafonnés à 20% du capital ou à 10% des actions plus 1% des dépôts. | Des inspections complètes « <i>on-site</i> » pour chaque banque sont effectuées tous les deux ans. Les grandes banques, par contre, sont soumises à des inspections limitées « <i>on-site</i> » jusqu'à 10 fois par an. Des superviseurs « <i>off-site</i> » contrôlent continuellement les opérations de la banque, en se basant sur des rapports mensuels. | La Banque du Liban applique le système de compensation des chèques. Le règlement et la compensation des chèques s'opèrent en utilisant le SWIFT pour les transactions nationales et internationales. L'usage des chèques magnétisés a permis au système financier libanais d'intégrer les réseaux de paiement internationaux et a permis de réduire le risque de contrepartie. |
| Libye | Il existe de limites à la concentration des prêts. | Les mécanismes d'inspection et d'audit demeurent faibles et insuffisants en Libye. Il y a un manque d'application de contrôles internes et d'audits stricts pour toutes les banques. Il y a aussi l'absence d'inspections complètes « <i>on-site</i> », ainsi qu'une absence | Le secteur bancaire libyen souffre d'un manque de qualification dans les métiers de la finance moderne. Les branches et les agences bancaires ne sont pas ralliées par un réseau informatique, même si des efforts |

¹ Ce sont les prêts consentis par les banques aux personnes ou entreprises avec lesquelles elle entretient de solides liens.

| | | | |
|----------------|--|---|---|
| | | de contrôles « <i>off-site</i> » pour détecter prématurément les signaux de fragilité ou d'instabilité bancaire. | d'informatisation ont été lancés au début des années 2000. |
| Maroc | Le crédit à un seul emprunteur ne doit pas excéder 20% du capital de la banque. Il y a des lois en place qui contrôlent la diversification du risque, ainsi que les prêts connectés ou de complaisance. | Les mécanismes d'audit et la comptabilité bancaire sont largement conformes aux normes. Néanmoins, la fréquence de la supervision « <i>on-site</i> » est très faible (5 à 6 ans d'intervalles). | L'usage de procédures manuelles fait que le système ne soit pas efficace et retarde le développement du secteur financier en général et la banque de détail en particulier. |
| Syrie | | Il n'y a pas de système d'inspections et d'audit | Le système de paiement n'est pas développé, le paiement en espèces est le seul moyen de paiement. |
| Tunisie | Les « grands prêts » sont limités à 25% du capital de la banque (10% du capital de la banque pour le cas des prêts individuels). Ou bien, la somme des prêts individuels représentant plus que 5% du capital de la banque, ne doit pas dépasser 10 fois le montant du capital. | Comme pour le cas du Maroc, Le système d'audit et d'inspection sont conformes aux normes. | La structure légale et institutionnelle du système de paiement est exhaustive et actualisée. Le système de paiement, ainsi que le système de comptabilité sont totalement informatisés. |

Source : Creane. S et al. (2004) : *op. cit.*, p. 35.

Annexe II.6. La supervision et la régulation bancaire (suite 2)

| | Indépendance de la Banque centrale | La constitution par la Banque centrale d'une base de données sur les emprunteurs | Site Internet de la Banque centrale/Dissémination de l'information | Les rapports et les documents mis en ligne |
|----------------|---|--|---|---|
| Algérie | Non | | www.bank-of-algeria.dz il y est disponible des données financières. | Rapports officiels et documents de travail conjoncturels |
| Égypte | Non | En cours | www.cbe.org.eg il y est disponible des données économiques et financières. | Non |
| Jordan | Largement indépendante mais pas totalement. | | www.cbj.gov.jo il y est disponible des données économiques et financières ponctuelles. | Mémoires de l'économie et de la politique. |
| Liban | Quelque peu. | Oui | www.bdl.gov.lb On y trouve des données financières et économiques ponctuelles. | Il n'y a pas de données officielles diffusées sur le site Internet de la Banque centrale. |
| Libye | Non | Non | www.cbl-ly.com Des données monétaires et économiques y sont disponibles. | Non |
| Maroc | Quelque peu. | Oui | www.bkam.ma Des données monétaires ponctuelles y sont diffusées. | Rapports officiels et documents de travail conjoncturels |
| Syrie | Non | Non | Non | Non |
| Tunisie | Non | Oui | www.bct.gov.tn Des données monétaires ponctuelles y sont diffusées. | Rapports officiels et documents de travail conjoncturels |

Source : Creane, S et al. (2004) : *op. cit.*, p. 41.

Annexe II.7. Le développement du secteur monétaire et de la politique monétaire

| | Les instruments directs de politique monétaire | | Les instruments indirects de politique monétaire | | | |
|-----------------|---|---|---|--|---------------------------|--|
| | Libéralisation du taux d'intérêt | Suppression des contrôles de capitaux | Réserves obligatoires | | Possibilité de réescompte | Recours à des opérations d'open market |
| | | | Recours fréquent au changement du ratio des réserves obligatoires | Coefficient réserves obligatoires | | |
| Algérie | Oui, <i>de jure</i> . Les banques publiques s'organisent pour discuter des taux d'intérêt. | Oui, <i>de jure</i> . Le plafonnement des capitaux a été abandonné en 2000. | Oui | 4,25% | Non | Non |
| Égypte | Oui, <i>de jure</i> . | Oui | Non | 14% | Non | Limité |
| Jordanie | Oui | Largement. Des facilités d'accès aux crédits demeurent pour les secteurs de l'agriculture, les produits à l'exportation et l'artisanat | Non | 8% | | Oui |
| Liban | Oui | Oui | Non | 25% sur les comptes courants, 15% sur les comptes à terme et 15% sur les comptes en devises. | Non | Limité |
| Libye | Les taux d'intérêt sont inchangés depuis 1994. | Non | Non | 15% sur les comptes courants et 7,5% sur les comptes à terme. | Non | Non |
| Maroc | Oui | Oui | Oui | 14% | Non | Limité |
| Syrie | Les taux d'intérêt sont inchangés depuis 1981 | Non | Non | 7,5% | Non | Non |
| Tunisie | Les taux d'intérêt sont partiellement libéralisés, même si les taux créditeurs restent régulés. | Oui | Oui | 10% | Non | Limité |

Source : Creane. S et al. (2004) : *op. cit.*, p. 41.

Annexe II.8. Le développement du secteur monétaire et de la politique monétaire (suite)

| | Marché des titres étatiques | Activité du marché secondaire des titres étatiques | Titres détenus par le secteur non financier |
|-----------------|---|--|--|
| Algérie | Il existe un marché de titres étatiques où la vente se fait aux enchères. Il s'agit de bons de trésor de court terme (à maturité allant de 13 à 52 semaines) et des bons de trésor de moyen terme (à maturité allant de 2 ans à 5 ans). Le Trésor Public a introduit en juillet 2001 des titres « fongibles » (à maturité d'une, 2 ou 5 années) ainsi que des obligations à 10 ans de maturité. | Limitée | |
| Égypte | Il existe un marché de titres étatiques où la vente se fait aux enchères | Limitée | |
| Jordanie | Il existe un marché de titres étatiques où la vente se fait aux enchères. Il s'agit des certificats de dépôt émis par la Banque centrale de Jordanie à maturité de 3, 6 et 12 mois. Des bons de trésor à maturité de 6 mois y sont aussi vendus aux enchères. | Limitée | |
| Liban | Il existe un marché de titres étatiques. Les bons de trésor domestiques sont vendus par le biais de vente aux enchères hebdomadaires et représentent le principal instrument de financement du budget. Leurs maturités vont de 3 à 24 mois. | Limitée | Le secteur non financier détient à peu près 7,6% de l'ensemble de la dette. |
| Libye | Il existe un marché de titres étatiques malgré qu'ils ne soient pas distribués selon des mécanismes de marché. Les maturités vont d'une année à 5 ans. | Non | |
| Maroc | Il existe un marché de titres étatiques où la vente se fait aux enchères. Les maturités des bons de trésor sont d'une, 3 et 5 semaines ; 3, 6 et 12 mois ainsi que 2, 3 et 5 ans. | Limitée | 91% des titres étatiques sont volontairement détenus par les institutions financières. |
| Syrie | Non | Non | |
| Tunisie | Il existe un marché de titres étatiques où la vente se fait aux enchères. Les maturités des bons de trésor vont de 13 semaines à 7 ans. En mars 1999, il y a eu la création de bons de trésor fongibles à maturité de 5 et 10 ans. | Limitée | Limitée |

Source : Creane, S et al. (2004) : *op. cit.*, p. 42.

Annexe II.9. L'état d'ouverture du secteur financier

| | Algérie | Egypte | Jordanie | Liban | Libye | Maroc | Syrie | Tunisie |
|--|---------|--------|----------|-------|-------|-------|-------|---------|
| Article VIII/XIV | VIII | XIV | VIII | VIII | XIV | VIII | XIV | VIII |
| L'existence de multiples taux de change | Non | Oui | Non | Non | Oui | Non | Oui | Non |
| L'existence d'un marché parallèle de devises | Oui | Non | Non | Non | Oui | Non | Oui | Non |
| L'existence d'un marché de change à terme | Non | Non | Oui | Oui | Non | Non | Non | Oui |
| L'existence de restrictions sur l'achat ou la vente d'actifs financiers par les non résidents | Oui | Non | Oui | Oui | Oui | Oui | Oui | Oui |
| L'existence de restrictions sur l'achat de devises par les résidents | Non | Oui | Non | Non | Oui | Oui | Oui | Oui |
| L'exigence de rapatriement des revenus | Oui | Non | Non | Non | Oui | Oui | Oui | Oui |

Source : Creane. S et al. (2004) : *op. cit.*, p. 42.

Annexe III. Historique du régime de change et des contrôles de capitaux pour les pays de la région

| | Historique du régime de change | Contrôle des mouvements de capitaux |
|----------------|--|---|
| Algérie | De 1991-1995 le dinar algérien était ancré à un panier de devises (les coefficients de pondération des différentes devises sont fixés en fonction du volume des biens et services les mouvements de capitaux échangés des autres pays avec l'Algérie). En décembre 1995, il y a eu l'adoption d'un régime de change à flottement administré, même si en pratique il persiste encore un contrôle strict sur le taux de change dinar/dollar. | En 1990 les contrôles sur les entrées et les sorties de capitaux étaient étendus en Algérie. En effet, les recettes d'exportation devaient être déclarées ; les résidents devaient rapatrier et déclarer tout actif acquis à l'étranger ; les transferts de capitaux à l'étranger avaient besoin d'une autorisation préalable ; les IDE entrants étaient permis et le rapatriement des revenus était garanti pour les investisseurs. En 2000, les opérateurs étrangers avaient la possibilité d'effectuer des investissements de portefeuille sur le marché boursier et le marché obligataire algérien, et de rapatrier les revenus de leurs investissements. |
| Egypte | De 1991 jusqu'au milieu des années 2000, l'Égypte a pratiqué un ancrage, de fait, de la monnaie locale (la livre égyptienne) au dollar. A la fin du mois de janvier 2001, il y a eu l'introduction d'une « bande » pour contenir les mouvements de la livre égyptienne (LE) par rapport au dollar ($\pm 1\%$ du taux central de 2.85 LE par rapport à 1 dollar). Entre 2001 et 2002, le taux central a été dévalué à plusieurs reprises et la bande élargie à $\pm 3\%$. A la fin du mois de janvier 2003, les autorités monétaires ont officiellement permis au taux de change de flotter. En décembre 2004, l'Égypte a adopté un taux de change flexible unifié et a établi un marché de change interbancaire de nature formelle. | Comme pour le cas de l'Algérie, le contrôle des capitaux était strict en Égypte en 1990, il s'est caractérisé par : l'obligation de rapatriement et de déclaration des recettes d'exportation ; la restriction de sorties de capitaux à l'occasion de transactions financières ; seulement quelques entrées de capitaux sous forme d'IDE et d'investissement de portefeuille étaient permises ; il y avait un système de taux de change multiple. A la fin de 1991, le système de taux de change multiple était aboli au profit d'un système de taux de change unique. A partir de 1994, le rapatriement des recettes d'exportation était aboli, mais réintroduit brièvement en mars 2003 et aboli définitivement en décembre 2004. |
| Israël | Le nouveau shekel est ancré à un panier de devises (Deutsche mark, le franc français, la livre sterling, le yen japonais et le dollar américain) avec des bandes de $\pm 5\%$ par rapport au taux central. A partir de la fin de 1991, le taux central et les bandes ont été ajustés par rapport aux différentiels d'inflation. En juin 1995, les bandes ont été élargies à $\pm 7\%$ et les coefficients de pondération des différentes monnaies, révisés suite au rapport de la direction des statistiques du commerce en 1994. En juin 1997, les bandes ont été élargies à $\pm 15\%$, et le taux d'ajustement de la haute et de la basse bande a été modifié de sorte à ce que les bandes deviennent, éventuellement, de plus en plus larges. En 2003, la bande a atteint une largeur de 55% par rapport au taux central ($\pm 27.5\%$). En 2004, le régime de change a été, <i>de facto</i> , modifié en un régime de change à flottement indépendant et en 2005, la bande de flottement a été, <i>de jure</i> , abandonnée. | En 1990, il y avait des contrôles stricts sur les mouvements de capitaux et les revenus de l'exportation. A partir de 1994, ces contrôles ont été relâchés graduellement, quand les IDE sortants ont été partiellement libéralisés. En 1998, une libéralisation financière externe a été mise en place avec un relâchement des contrôles de capitaux. A partir de janvier 2003, tous les contrôles sur les mouvements de capitaux ont été supprimés, avec seulement la persistance d'exigence de report de quelques mouvements de capitaux. |

| | | |
|-----------------|--|--|
| Jordanie | Jusqu'en 1995, le dinar jordanien était ancré aux devises constituant la base de la valeur des Droits de Tirage Spéciaux. En l'occurrence, l'ensemble des monnaies internationales clés (dollar américain, yen japonais, livre sterling...). A partir de la fin de 1995, le dollar jordanien a été, concrètement, ancré au dollar américain. | En 1990, il y avait des contrôles étendus sur les mouvements des capitaux. Les recettes d'exportation étaient contrôlées et il n'y avait pas de restrictions sur les entrées de capitaux y compris pour les IDE. Il y avait des restrictions sur les flux de capitaux sortants et le rapatriement des revenus des IDE était sujet à approbation au préalable. En 1994-1995, il y a eu la suppression des exigences de rapatriement des recettes d'exportation. En 1997, la plupart des contrôles sur les mouvements de capitaux ont été abolis, même si quelques restrictions ont été réintroduites en 2000. |
| Liban | Jusqu'en 1998, la lire libanaise était classifiée, <i>de jure</i> , comme flottante. Néanmoins, <i>de facto</i> , à partir du début 1993 la lire était ancrée, selon une parité glissante (<i>crawling peg</i>) par rapport au dollar américain, avant de passer à un ancrage fixe en 1998. Le taux de change s'est seulement déprécié de 13,5% entre 1993 et 1998. | Contrairement aux autres PSM, en 1990, il n'y avait pas de contrôles étendus sur toutes les opérations en capital au Liban, et les IDE n'étaient pas contrôlés. En 1998, davantage de contrôles ont été introduits, mais le système de contrôle n'était pas très élargi et demeurait assez libéralisé, par rapport aux autres pays de la région. |
| Libye | Le dinar libyen était, <i>de jure</i> , ancré aux devises constituant la base de la valeur des Droits de Tirage Spéciaux, et le taux de change flottait dans une bande qui s'élargit à mesure que le taux de change se déprécie. Ce n'est qu'en 2002 et en 2003 que les dévaluations officielles ont été effectuées. Le dinar libyen est, <i>de facto</i> , classifié comme fixe avec des dévaluations discrétionnaires (<i>adjustable peg</i>). | En 1990, un système étendu de contrôles de capitaux était en place, avec des exigences de rapatriement des revenus de l'exportation et des exigences de permission avant d'engager des investissements de capitaux à l'extérieur du pays. Les flux d'IDE entrants étaient tolérés s'ils sont effectués sous forme de joint-venture. En 1999, le marché de change parallèle était légalisé par la création d'un système de taux de change double. Ces deux taux de change ont été unifiés en 2002. |
| Maroc | Initialement, le dirham marocain était ancré au franc français. En juin 1996, le Maroc a adopté un régime de cours pivot à bande étroite par rapport à un panier de monnaies étrangères. A partir de 1999 et l'entrée en vigueur de l'euro, le panier de devises comportait outre l'euro, la livre sterling et le dollar (avec des pondérations déterminées en fonction du volume des échanges commerciaux avec les pays concernés) | Exactement comme le cas de la Libye, le Maroc était sujet à des contrôles de capitaux importants, avec l'exigence de rapatriement des recettes de l'exportation, ainsi que l'établissement de restrictions sur les transferts de capitaux à l'étranger. Quelques types d'IDE entrants étaient soumis à l'approbation préalable. En 1992, il y a eu la libéralisation totale des flux d'IDE entrants (y compris le rapatriement des recettes d'exportation) |
| Syrie | Pendant longtemps, il y avait un système de taux de change multiple qui prévalait en Syrie. Ces dernières années, les taux de change ont été réduits à deux : le taux de change officiel et le taux des marchés des pays voisins. La lire syrienne est ancrée au dollar actuellement. | Plus que les autres PSM, la Syrie était sujette depuis 1990 à des contrôles stricts sur les mouvements de capitaux. En effet, les flux sortants d'IDE et l'ensemble des autres flux de capitaux étaient contrôlés et restreints. Les flux de capitaux entrants concernant certains secteurs d'activité économique, par contre, étaient encouragés par des mesures favorables. Parallèlement à cela, il y avait un système de taux de change multiple. En 2003-2004, la Syrie a connu un relâchement de quelques contraintes et la simplification du système de contrôle (par exemple, l'élimination de l'obligation de rapatrier les revenus de l'exportation), mais les contrôles sur les mouvements de capitaux demeurent, néanmoins, assez généralisés. |

| | | |
|----------------|---|--|
| Tunisie | <p>Jusqu'en février 1994, le dinar tunisien était fixé à un panier de monnaies étrangères. En 1999, la Tunisie a adopté un régime à parité glissante, qui a évolué à la fin de 2000 en un régime de flottement administré non contrôlé. A partir de janvier 2002, la Tunisie poursuit la règle du taux de change effectif réel.</p> | <p>Comme quasiment le cas de tous les autres pays de la région, il y avait des contrôles élargis pour l'ensemble des capitaux, avec des facilités exceptionnelles accordées aux IDE entrants dans certains secteurs. En 1995, il y a eu la libéralisation partielle des flux entrants d'investissement de portefeuille. Dans les années qui ont suivi, il y a eu une libéralisation limitée concernant l'exigence de rapatriement des recettes d'exportation, et les flux de capitaux en IDE sortants.</p> |
|----------------|---|--|

Source : Gibson. H. D et al. (2006) : « Capital Flows, Capital Account Liberalization and Mediterranean Countries », *Working Paper N°33 Bank of Greece*, p. 31-34.

Annexe IV. Construction de la variable KAOPEN relative à la libéralisation financière externe

L'indice KAOPEN est basé sur 4 variables muettes binaires disponibles dans l'« *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAR)* ». Ces variables fournissent des informations sur l'ampleur et la nature des restrictions sur les transactions internationales pour chaque pays. Ces variables sont :

- * k_1 : La variable indiquant l'existence de multiples taux de change ;
- * k_2 : La variable indiquant l'existence de restrictions sur les transactions du compte courant ;
- * k_3 : La variable indiquant les restrictions sur les transactions en capital ; et
- * k_4 : La variable indiquant l'obligation de rapatrier les revenus de l'exportation.

Afin de calculer l'effet de l'ouverture financière, plutôt que les contrôles des capitaux, les auteurs ont inversé les valeurs de ces variables binaires, de telle sorte que ces variables k_i (avec $i = 1, 2, 3, 4$) deviennent égales à 1 quand les restrictions ne sont pas existantes (alors qu'à l'origine, elles sont égales à 1 quand il y a restrictions). En outre, pour les contrôles sur les transactions en capital (k_3), les auteurs ont utilisé des « fenêtres » de 5 ans (comprenant l'année t et les 4 années précédentes) où les contrôles de capitaux n'étaient pas effectifs ($SHAREK_3$).

Ainsi, ils construisent un indice d'ouverture financière totale appelé (*KAOPEN*), qui est la composante principale de $k_{1,t}$, $k_{2,t}$, $SHAREK_{3,t}$ et $k_{4,t}$. Cet indice est d'autant plus élevé que le pays ne dispose pas de restrictions sur les transactions en capital.

Annexe V. Statistiques descriptives et tests économétriques pour la première étude

Annexe V.1. Les statistiques descriptives

| | Moyenne | Ecart-type | Maximum | Minimum | Nombre d'observations |
|------------------------|---------|------------|---------|---------|-----------------------|
| FD | 4,165 | 0,8 | 5,512 | -0,847 | 239 |
| KAOPEN | -0,464 | 1,386 | 2,623 | -1,752 | 230 |
| LANEFINOP | 1,411 | 0,794 | 5,21 | 0,39 | 230 |
| INS | 1,545 | 0,292 | 1,958 | 0,368 | 240 |
| ENFORCE | 1,35 | 0,361 | 1,879 | 0,267 | 240 |
| PROPERTY | 1,26 | 0,337 | 1,88 | 0,271 | 240 |
| TRUST | 0,219 | 0,099 | 0,379 | 0,065 | 144 |
| INS.KAOPEN | -0,741 | 2,1 | 4,668 | -3,347 | 230 |
| ENFORCE.KAOPEN | -0,633 | 1,867 | 4,677 | -3,154 | 230 |
| PROPERTY.KAOPEN | -0,64 | 1,683 | 4,54 | -3,184 | 230 |
| TRUST.KAOPEN | -0,076 | 0,356 | 0,994 | -0,664 | 138 |
| PIB | 8,347 | 0,581 | 10,168 | 7,2 | 209 |
| INFLATION | -2,418 | 1,291 | 1,584 | -5,686 | 212 |
| TRADE | -0,422 | 0,359 | 0,435 | -1,19 | 237 |
| INS.FD | 6,629 | 1,806 | 9,646 | -0,68 | 229 |
| ENFORCE.FD | 5,815 | 1,869 | 8,898 | -0,594 | 229 |
| PROPERTY.FD | 5,367 | 1,778 | 8,886 | -0,831 | 229 |
| TRUST.FD | 0,981 | 0,493 | 1,825 | 0,238 | 138 |

Notes : FD = Développement financier ; KAOPEN = Ouverture financière internationale de jure ; LANEFINOP = Ouverture financière internationale de facto ; INS = Développement institutionnel, politique et légal ; ENFORCE = l'efficacité d'application des lois ; PROPERTY = l'indice de protection des investisseurs, considéré aussi comme degré de protection de la propriété privée ; TRUST = l'indice de confiance ou de capital social ; INS.KAOPEN = l'interaction entre le développement institutionnel et l'ouverture financière internationale ; ENFORCE.KAOPEN = l'interaction entre l'efficacité de l'application des lois et l'ouverture du compte capital ; PROPERTY.KAOPEN = l'interaction entre la protection de la propriété privée et l'ouverture financière internationale ; TRUST.KAOPEN = l'interaction entre le niveau du capital social et l'ouverture financière ; PIB = PIB par tête en termes de PPA qui représente le développement économique ; TRADE = la variable de l'ouverture commerciale ; INFL = le taux d'inflation ; INS.FD = l'interaction entre le développement institutionnel et le développement financier ; ENFORCE.FD = l'interaction entre l'applicabilité des lois et le développement financier ; PROPERTY.FD = l'interaction entre l'indice de protection des créiteurs et le développement financier ; TRUST.FD = l'interaction entre le niveau du capital social et le développement financier. Toutes les variables sont exprimées en logarithme népérien, sauf les variables KAOPEN, LANEFINOP et TRUST.

Annexe V.2. Les matrices des coefficients de corrélation Equation (1).

| | FD | KAOPEN | INS | INS.KAOPEN | PIB | INFL | TRADE |
|-------------------|--------------------------|--------------------------|-------------------------|--------------------------|--------------------------|---------------------------|----------|
| FD | 1 | | | | | | |
| | 239 | | | | | | |
| KAOPEN | -0,0385 0,5678 229 | 1 | | | | | |
| | | 230 | | | | | |
| INS | 0,4855* 0 239 | -0,0402 0,5441 230 | 1 | | | | |
| | | | 240 | | | | |
| INS.KAOPEN | 0,1004 0,13 229 | 0,9683 0 230 | 0,0261 0,6939 230 | 1 | | | |
| | | | 230 | 230 | | | |
| PIB | 0,2466* 0,0003 209 | 0,1978* 0,0049 201 | 0,4666* 0 209 | 0,2031* 0,0038 201 | 1 | | |
| | | | 209 | 201 | 209 | | |
| INFL | -0,2895* 0 211 | -0,0263 0,7096 203 | -0,3931* 0 212 | -0,1 0,1514 203 | -0,0714 0,3315 187 | 1 | |
| | | | 212 | 203 | 187 | 212 | |
| TRADE | 0,0898 0,169 236 | 0,2767* 0 227 | 0,0306 0,6394 237 | 0,2188* 0,0009 227 | 0,2741* 0,0001 209 | -0,2407* 0,0004 212 | 1 237 |

Notes : FD = Développement financier ; KAOPEN = Ouverture financière internationale de jure ; INS = Développement institutionnel, politique et légal ; INS.KAOPEN = l'interaction entre le développement institutionnel et l'ouverture financière internationale ; PIB = PIB par tête qui représente le développement économique ; TRADE = la variable de l'ouverture commerciale ; INFL = le taux d'inflation. Toutes les variables sont exprimées en logarithme népérien, sauf les variables KAOPEN. La première ligne donne le coefficient de corrélation entre les deux variables concernées ; la deuxième ligne donne la probabilité de rejet de l'hypothèse de non significativité du coefficient de corrélation ; la dernière ligne donne le nombre d'observations utilisé pour calculer les coefficients de corrélation.

Equation (4).

| | FD | LANEFINOP | INS | INS.KAOPEN | PIB | INFL | TRADE |
|-------------------|-----------|------------------|------------|-------------------|------------|-------------|--------------|
| FD | 1 | | | | | | |
| | 239 | | | | | | |
| LANEFINOP | -0,2703* | 1 | | | | | |
| | 0 | | | | | | |
| | 229 | 230 | | | | | |
| INS | 0,4855* | -0,1907* | 1 | | | | |
| | 0 | 0,0037 | | | | | |
| | 239 | 230 | 240 | | | | |
| INS.KAOPEN | 0,1004 | 0,347* | 0,0261 | 1 | | | |
| | 0,13 | 0 | 0,6939 | | | | |
| | 229 | 230 | 230 | 230 | | | |
| PIB | 0,2466* | 0,0073 | 0,4666* | 0,2031* | 1 | | |
| | 0,0003 | 0,9178 | 0 | 0,0038 | | | |
| | 209 | 201 | 209 | 201 | 209 | | |
| INFL | -0,2895* | 0,0243 | -0,3931* | -0,1 | -0,0714 | 1 | |
| | 0 | 0,7306 | 0 | 0,1514 | 0,3315 | | |
| | 211 | 203 | 212 | 203 | 187 | 212 | |
| TRADE | 0,0898 | 0,5209* | 0,0306 | 0,2188* | 0,2741* | -0,2407* | 1 |
| | 0,169 | 0 | 0,6394 | 0,0009 | 0,0001 | 0,0004 | |
| | 236 | 227 | 237 | 227 | 209 | 212 | 237 |

Notes : FD = Développement financier ; LANEFINOP = Ouverture financière internationale de facto ; INS = Développement institutionnel, politique et légal ; INS.KAOPEN = l'interaction entre le développement institutionnel et l'ouverture financière internationale ; PIB = PIB par tête qui représente le développement économique ; TRADE = la variable de l'ouverture commerciale ; INFL = le taux d'inflation. Toutes les variables sont exprimées en logarithme népérien, sauf les variables KAOPEN. La première ligne donne le coefficient de corrélation entre les deux variables concernées ; la deuxième ligne donne la probabilité de rejet de l'hypothèse de non significativité du coefficient de corrélation ; la dernière ligne donne le nombre d'observations utilisé pour calculer les coefficients de corrélation.

Annexe V.3. Les tests de stationnarité de première et de deuxième génération

| Variables | Spécification du modèle | IPS | LLC | Pesaran |
|-------------------|-------------------------|------------------|-------------------|--------------------|
| FD | Modèle sans tendance | -1,202 (0,694) | -0,092 (0,4405) | |
| | Modèle avec tendance | -2,825** (0,046) | -0,339** (0,0189) | |
| LKAOPEN | Modèle sans tendance | | | -2,479*** (0,01) |
| | Modèle avec tendance | | | -2,499 (0,26) |
| INS | Modèle sans tendance | | | -3,482*** (0,000) |
| | Modèle avec tendance | | | -3,395*** (0,000) |
| INS. LKAOPEN | Modèle sans tendance | | | -2,289** (0,042) |
| | Modèle avec tendance | | | -2,487 (0,274) |
| PIB | Modèle sans tendance | | | -2,044 (0,255) |
| | Modèle avec tendance | | | -3,269** (0,011) |
| INFL | Modèle sans tendance | | | -2,679*** (0,004) |
| | Modèle avec tendance | | | -1,796** (0,036) |
| TRADE | Modèle sans tendance | | | -2,406*** (0,008) |
| | Modèle avec tendance | | | 1,444 (0,926) |
| KAOPEN | Modèle sans tendance | | | -2,516*** (0,007) |
| | Modèle avec tendance | | | -2,528 (0,229) |
| LFD | Modèle sans tendance | -2,42** (0,017) | -0,26*** (0,0001) | |
| | Modèle avec tendance | -2,785** (0,044) | -0,47** (0,0208) | |
| INS. LFD | Modèle sans tendance | | | -2,924*** (0,0002) |
| | Modèle avec tendance | | | -2,053** (0,02) |
| L-LANEFINOP | Modèle sans tendance | | -0,22* (0,0671) | |
| | Modèle avec tendance | | -0,297* (0,0777) | |
| LANEFINOP | Modèle sans tendance | | -0,208* (0,0567) | |
| | Modèle avec tendance | | -0,288** (0,0276) | |
| ENFORCE | Modèle sans tendance | | | -2,313** (0,036) |
| | Modèle avec tendance | | | -2,602 (0,161) |
| ENFORCE. LKAOPEN | Modèle sans tendance | | | -2,566*** (0,004) |
| | Modèle avec tendance | | | -2,787* (0,052) |
| PROPERTY | Modèle sans tendance | | | -2,311** (0,036) |
| | Modèle avec tendance | | | -2,622 (0,144) |
| PROPERTY. LKAOPEN | Modèle sans tendance | | | -2,607*** (0,003) |
| | Modèle avec tendance | | | -2,711* (0,086) |

Notes : FD = Développement financier ; LFD = Développement financier retardé d'une période ; LKAOPEN = Ouverture financière internationale de jure retardée d'une période ; KAOPEN = Ouverture financière internationale de jure ; LANEFINOP = Ouverture financière internationale de facto ; L-LANEFINOP = Ouverture financière internationale de facto retardée d'une période ; INS = Développement institutionnel, politique et légal ; ENFORCE = l'efficacité d'application des lois ; PROPERTY = l'indice de protection des investisseurs, considéré aussi comme degré de protection de la propriété privée ; INS.LKAOPEN = l'interaction entre le développement institutionnel et l'ouverture financière internationale retardée d'une période ; ENFORCE. LKAOPEN = l'interaction entre l'efficacité législative et l'ouverture du compte capital retardée d'une période ; PIB = PIB par tête qui représente le développement économique ; TRADE = la variable de l'ouverture commerciale ; INFL = le taux d'inflation. PROPERTY = l'indice de protection des investisseurs, considéré aussi comme degré de protection de la propriété privée ; PROPERTY. LKAOPEN = L'interaction entre l'indice de propriété privée et l'ouverture financière retardée d'une période. Toutes les variables sont exprimées en logarithme népérien, sauf les variables KAOPEN, LKAOPEN, LANEFINOP et L-LANEFINOP. L'hypothèse de racine unitaire est rejetée à ***1%, **5%, *10%. LLC, IPS, Pesaran correspondent respectivement aux résultats des tests de Levin, Lin et Chu (2002) ; Im, Pesaran et Shin (1997) et Pesaran (2003). (.) p-value

Annexe V.4. Les tests de causalité
Test de causalité entre FD et L.KAOPEN

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 08/05/08 Time: 13:05

Sample: 1 240

Lags: 2

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|------------------------------------|-----|-------------|-------------|
| L.KAOPEN does not Granger Cause FD | 207 | 0.67801 | 0.50878 |
| FD does not Granger Cause L.KAOPEN | | 0.28215 | 0.75446 |

Test de causalité entre FD et INS

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 08/05/08 Time: 13:07

Sample: 1 240

Lags: 2

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|-------------------------------|-----|-------------|-------------|
| INS does not Granger Cause FD | 235 | 0.34137 | 0.71116 |
| FD does not Granger Cause INS | | 1.70957 | 0.18323 |

Test de causalité entre FD et INS.LKAOPEN

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 08/05/08 Time: 13:08

Sample: 1 240

Lags: 2

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|---------------------------------------|-----|-------------|-------------|
| INS.LKAOPEN does not Granger Cause FD | 207 | 1.13455 | 0.32361 |
| FD does not Granger Cause INS.LKAOPEN | | 0.13922 | 0.87012 |

Test de causalité entre FD et PIB

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 08/05/08 Time: 13:10

Sample: 1 240

Lags: 2

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|-------------------------------|-----|-------------|-------------|
| PIB does not Granger Cause FD | 203 | 0.03903 | 0.96173 |
| FD does not Granger Cause PIB | | 0.79069 | 0.45496 |

Test de causalité entre FD et INFL

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 08/05/08 Time: 13:10

Sample: 1 240

Lags: 2

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|--------------------------------|-----|-------------|-------------|
| INFL does not Granger Cause FD | 195 | 1.39889 | 0.24940 |
| FD does not Granger Cause INFL | | 4.77462 | 0.00948 |

Test de causalité entre FD et TRADE

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 08/05/08 Time: 13:12

Sample: 1 240

Lags: 2

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|---------------------------------|-----|-------------|-------------|
| TRADE does not Granger Cause FD | 230 | 1.05312 | 0.35056 |
| FD does not Granger Cause TRADE | | 0.48408 | 0.61691 |

Annexe V.5. Le test d'endogénéité de la variable INFL

```
. xtreg lninfl dkaopen lnins lninsdkaopen lnplib dlninfl lntrade, fe
Fixed-effects (within) regression                Number of obs   =   176
Group variable (i): id                          Number of groups =    9

R-sq:  within = 0.6316                          Obs per group:  min =    6
        between = 0.4038                          avg   =   19.6
        overall = 0.4649                          max   =   23

corr(u_i, xb) = -0.1846                          F(6, 161)      =   46.00
                                                Prob > F       =   0.0000
```

| | Coef. | Std. Err. | t | P> t | [95% Conf. Interval] | |
|--------------|-----------|-----------------------------------|-------|-------|----------------------|-----------|
| lninfl | | | | | | |
| dkaopen | .0894967 | .2276695 | 0.39 | 0.695 | -.3601068 | .5391003 |
| lnins | .0446856 | .2825656 | 0.16 | 0.875 | -.5133271 | .6026983 |
| lninsdkaopen | -.0497873 | .1358316 | -0.37 | 0.714 | -.3180286 | .2184539 |
| lnplib | -1.195206 | .343885 | -3.48 | 0.001 | -1.874313 | -.5160991 |
| dlninfl | .6263474 | .0673737 | 9.30 | 0.000 | .4932972 | .7593976 |
| lntrade | .2743827 | .3359642 | 0.82 | 0.415 | -.3890822 | .9378475 |
| _cons | 9.055772 | 2.648854 | 3.42 | 0.001 | 3.824794 | 14.28675 |
| sigma_u | .79349804 | | | | | |
| sigma_e | .60376241 | | | | | |
| rho | .63333261 | (fraction of variance due to u_i) | | | | |

F test that all u_i=0: F(8, 161) = 2.80 Prob > F = 0.0062

```
. predict residu, e
(64 missing values generated)
```

```
. xtreg lnfd dkaopen lnins lninsdkaopen lnplib residu lninfl lntrade, re
```

```
Random-effects GLS regression                Number of obs   =   176
Group variable (i): id                          Number of groups =    9

R-sq:  within = 0.2031                          Obs per group:  min =    6
        between = 0.3416                          avg   =   19.6
        overall = 0.1350                          max   =   23

Random effects u_i ~ Gaussian                wald chi2(7)    =   44.39
corr(u_i, X) = 0 (assumed)                   Prob > chi2     =   0.0000
```

| | Coef. | Std. Err. | z | P> z | [95% Conf. Interval] | |
|--------------|-----------|-----------------------------------|-------|-------|----------------------|-----------|
| lnfd | | | | | | |
| dkaopen | -.4916901 | .1073398 | -4.58 | 0.000 | -.7020723 | -.2813079 |
| lnins | .0743932 | .1318559 | 0.56 | 0.573 | -.1840397 | .332826 |
| lninsdkaopen | .3069302 | .0649148 | 4.73 | 0.000 | .1796995 | .4341609 |
| lnplib | .1755032 | .1594936 | 1.10 | 0.271 | -.1370984 | .4881049 |
| residu | .1256209 | .0590889 | 2.13 | 0.034 | .0098088 | .2414329 |
| lninfl | -.0001184 | .0445797 | -0.00 | 0.998 | -.0874929 | .0872562 |
| lntrade | -.0923742 | .1495622 | -0.62 | 0.537 | -.3855109 | .2007624 |
| _cons | 2.625903 | 1.215143 | 2.16 | 0.031 | .2442664 | 5.00754 |
| sigma_u | .41027626 | | | | | |
| sigma_e | .29645949 | | | | | |
| rho | .65697448 | (fraction of variance due to u_i) | | | | |

Annexe V.6. Les tests d'Hausman

Test de Hausman pour l'équation (1)

. hausman eq1

| | — Coefficients — | | (b-B) Difference | sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E. |
|--------------|------------------|-----------|---------------------|-----------------------------|
| | (b) eq1 | (B) . | | |
| lninfl | .0345969 | -.0053465 | .0399434 | .0310013 |
| dkaopen | -.45082 | -.5252412 | .0744212 | .0288438 |
| lnins | .0081709 | .1109906 | -.1028197 | .0425603 |
| lninsdkaopen | .2779356 | .3304656 | -.05253 | .0104043 |
| lnpib | .3362397 | .1276534 | .2085863 | .1561578 |
| lntrade | -.2504574 | .0017409 | -.2521983 | .0907911 |

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtivreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtivreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\begin{aligned} \chi^2(6) &= (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) \\ &= 14.80 \\ \text{Prob}>\chi^2 &= 0.0219 \end{aligned}$$

Test de Hausman pour la deuxième équation (4)

. hausman eq1

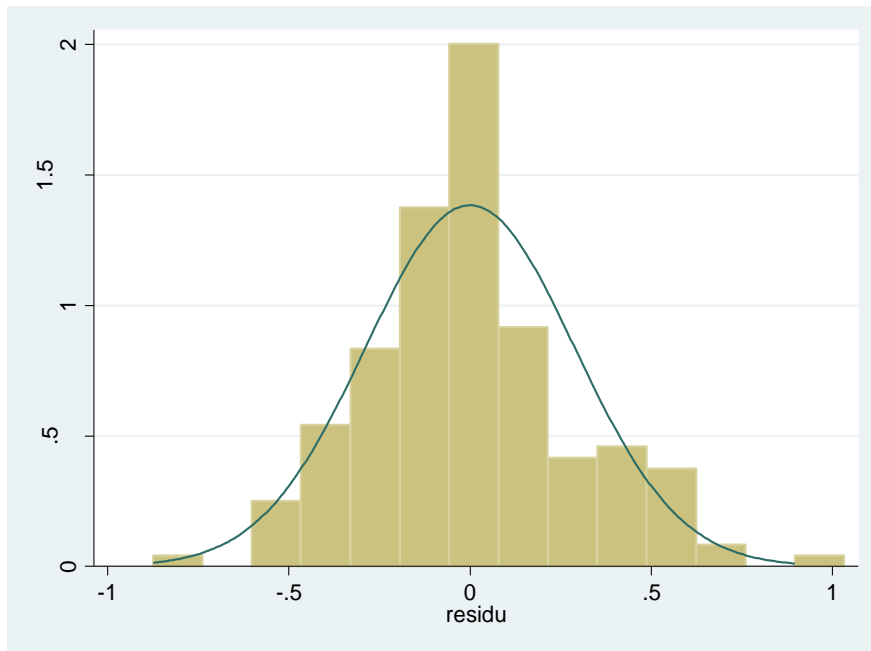
| | — Coefficients — | | (b-B) Difference | sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E. |
|--------------|------------------|-----------|---------------------|-----------------------------|
| | (b) eq1 | (B) . | | |
| lninfl | .0535326 | .0099409 | .0435918 | .0294345 |
| dlanefinop | -.2854149 | -.3242457 | .0388309 | .0132156 |
| lnins | -.1219295 | -.0260283 | -.0959012 | .0352518 |
| lninsdkaopen | .0217554 | .0299561 | -.0082007 | .0044678 |
| lnpib | .3698185 | .1377046 | .2321139 | .1486297 |
| lntrade | -.0510614 | .2090435 | -.260105 | .0885506 |

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtivreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtivreg

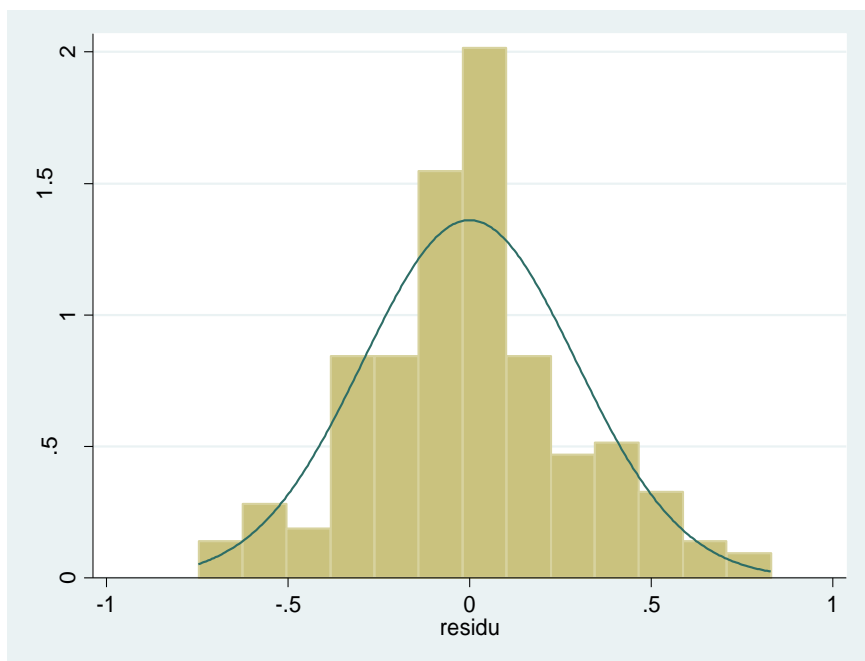
Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\begin{aligned} \chi^2(6) &= (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) \\ &= 11.91 \\ \text{Prob}>\chi^2 &= 0.0641 \\ & (V_b-V_B \text{ is not positive definite}) \end{aligned}$$

Annexe V.7. Le test de normalité des résidus



Test de normalité des résidus de l'équation (1)



Test de normalité des résidus de l'équation (4)

Annexe VI. Statistiques descriptives et tests économétriques pour la deuxième étude

Annexe VI.1. Les statistiques descriptives

| | Moyenne | Ecart-type | Maximum | Minimum | Nombre d'observations |
|-----------------|---------|------------|---------|---------|-----------------------|
| DB | 0,825 | 0,438 | 1,858 | 0,06 | 111 |
| DBL | 0,821 | 0,425 | 1,858 | 0,11 | 92 |
| INS | 4,861 | 1,302 | 6,948 | 2,074 | 114 |
| ENFORCE | 4,155 | 1,24 | 6,487 | 1,5 | 114 |
| CREDITOR | 3,676 | 1,1 | 6,419 | 1,637 | 114 |
| TRUST | 0,316 | 0,186 | 0,653 | 0,065 | 47 |
| LY | 8,537 | 0,927 | 10,06 | 6,4 | 98 |
| LYL | 8,466 | 0,918 | 10,029 | 6,4 | 81 |
| REG | 1,808 | 0,69 | 3,53 | 0 | 57 |
| TRADE | 0,767 | 0,356 | 1,993 | 0,142 | 114 |
| INFL | 0,173 | 0,342 | 2,361 | 0 | 102 |
| CONSOPUB | 19,31 | 7,271 | 51,6 | 2,7 | 106 |
| COMPUTER | 0,273 | 0,207 | 0,824 | 0 | 89 |

Notes : *DB = Développement bancaire ; DBL = Développement bancaire initial ; INS = Développement institutionnel ; ENFORCE = le degré d'applicabilité des lois ; CREDITOR = l'indice de protection des investisseurs, considéré aussi comme degré de protection de la propriété privée ; TRUST = l'indice de confiance ou de capital social ; LY = Log du PIB par tête qui représente le développement économique ; LYL = le développement économique initial ; REG = la variable de la régulation bancaire ; TRADE = la variable de l'ouverture commerciale ; INFL = le taux d'inflation ; CONSOPUB = taux de consommation publique ; COMPUTER = la part des services liés à l'informatique et aux moyens de communication dans les services commerciaux exportés.*

Annexe VI.2. Les matrices des coefficients de corrélation

| | DB | DBL | INS | REG | LY | INFL | COMPUTER | TRADE | CONSO PUB |
|----------|------------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|----------------------|------------------------|--------------|
| DB | 1 111 | | | | | | | | |
| DBL | 0,919* 0,000 92 | 1 92 | | | | | | | |
| INS | 0,289* 0,002 111 | 0,337* 0,001 92 | 1 114 | | | | | | |
| REG | 0,403* 0,001 57 | 0,369* 0,004 57 | 0,057 0,669 57 | 1 57 | | | | | |
| LY | 0,267* 0,007 98 | 0,254* 0,021 81 | 0,553* 0,000 98 | 0,272* 0,053 51 | 1 98 | | | | |
| INFL | -0,04 0,687 101 | -0,297* 0,005 84 | 0,347* 0,000 102 | -0,126 0,372 52 | -0,279* 0,008 88 | 1 102 | | | |
| COMPUTER | 0,02 0,849 89 | 0,044 0,710 73 | 0,041 0,701 89 | 0,212 0,172 43 | 0,041 0,707 83 | 0,081 0,455 87 | 1 89 | | |
| TRADE | 0,04 0,67 111 | 0,002 0,979 92 | 0,005 0,958 114 | 0,111 0,408 57 | -0,085 0,402 98 | 0,157 0,114 102 | 0,016 0,877 89 | 1 114 | |
| CONSOPUB | 0,35* 0,000 106 | 0,36* 0,000 88 | 0,174 0,073 106 | 0,431* 0,000 57 | 0,539* 0,000 97 | -0,061 0,553 96 | -0,012 0,91 87 | -0,012 0,206 106 | 1 106 |

Notes : DB = Développement bancaire ; DBL = Développement bancaire initial ; INS = Développement institutionnel ; CONCOR = le contrôle de la corruption ; RUL = la primauté du droit ; VOA = le degré de représentativité démocratique de la population ; ENFORCE = le degré d'applicabilité des lois ; CREDITOR = l'indice de protection des investisseurs, considéré aussi comme degré de protection de la propriété privée ; TRUST = l'indice de confiance ou de capital social ; PIB = Log du PIB par tête qui représente le développement économique ; PIBL = le développement économique initial ; REG = la variable de la régulation bancaire ; TRADE = la variable de l'ouverture commerciale ; INFL = le taux d'inflation ; CONSOPUB = taux de consommation publique ; COMPUTER = la part des services liés à l'informatique et aux moyens de communication dans les services commerciaux exportés. La première ligne donne le coefficient de corrélation entre les deux variables concernées ; la deuxième ligne donne la probabilité de rejet de l'hypothèse de non significativité du coefficient de corrélation au seuil de 5% ; la dernière ligne donne le nombre d'observations utilisé pour calculer les coefficients de corrélation. La variable TRADE est exprimée en différence première.

| | LY | LYL | DB | INFL | TRADE | CONSOPUB |
|-----------------|------------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|-----------------|
| LY | 1 98 | | | | | |
| LYL | 0,989* 0,000 80 | 1 81 | | | | |
| DB | 0,267* 0,007 98 | 0,296* 0,007 81 | 1 111 | | | |
| INFL | -0,279* 0,008 88 | -0,436* 0,000 73 | -0,04 0,687 101 | 1 102 | | |
| TRADE | -0,085 0,402 98 | 0,013 0,903 81 | 0,04 0,67 111 | 0,157 0,114 102 | 1 114 | |
| CONSOPUB | 0,532* 0,000 97 | 0,563* 0,000 88 | 0,35* 0,000 106 | -0,061 0,553 96 | -0,123 0,206 106 | 1 106 |

Notes : PIB = Log du PIB par tête qui représente le développement économique ; PIBL = le développement économique initial ; DB = Développement bancaire ; TRADE = la variable de l'ouverture commerciale ; INFL = le taux d'inflation ; CONSOPUB = le taux de consommation publique. La première ligne donne le coefficient de corrélation entre les deux variables concernées ; la deuxième ligne donne la probabilité de rejet de l'hypothèse de non significativité du coefficient de corrélation ; la dernière ligne donne le nombre d'observations utilisé pour calculer les coefficients de corrélation. La variable TRADE est exprimée en différence première.

Annexe VI.3. Les tests de causalité

Test de causalité entre DB et INS :

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 12/07/08 Time: 09:24

Sample: 1 114

Lags: 2

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|-------------------------------|-----|-------------|-------------|
| INS does not Granger Cause DB | 105 | 0.04485 | 0.95616 |
| DB does not Granger Cause INS | | 0.76512 | 0.46798 |

Test de causalité entre DB et REG :

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 12/07/08 Time: 09:29

Sample: 1 114

Lags: 2

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|-------------------------------|-----|-------------|-------------|
| REG does not Granger Cause DB | 19 | 0.51050 | 0.61095 |
| DB does not Granger Cause REG | | 2.70814 | 0.10133 |

Test de causalité entre DB et LY :

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 12/07/08 Time: 09:30

Sample: 1 114

Lags: 2

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|------------------------------|-----|-------------|-------------|
| LY does not Granger Cause DB | 86 | 0.37431 | 0.68895 |
| DB does not Granger Cause LY | | 0.48790 | 0.61570 |

Test de causalité entre DB et TRADE :

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 12/07/08 Time: 09:32

Sample: 1 114

Lags: 2

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|---------------------------------|-----|-------------|-------------|
| TRADE does not Granger Cause DB | 105 | 1.53412 | 0.22068 |
| DB does not Granger Cause TRADE | | 0.99460 | 0.37350 |

Test de causalité entre DB et INFL :

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 12/07/08 Time: 09:35

Sample: 1 114

Lags: 2

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|--------------------------------|-----|-------------|-------------|
| INFL does not Granger Cause DB | 86 | 0.97389 | 0.40939 |
| DB does not Granger Cause INFL | | 1.81560 | 0.15109 |

Test de causalité entre DB et COMPUTER :

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 12/07/08 Time: 09:51

Sample: 1 114

Lags: 2

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|------------------------------------|-----|-------------|-------------|
| COMPUTER does not Granger Cause DB | 75 | 0.09439 | 0.91005 |
| DB does not Granger Cause COMPUTER | | 0.14255 | 0.86740 |

Test de causalité entre DB et CONSOPUB :

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 02/20/09 Time: 14:29

Sample: 1 114

Lags: 2

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|------------------------------------|-----|-------------|-------------|
| CONSOPUB does not Granger Cause DB | 94 | 0.14329 | 0.86670 |
| DB does not Granger Cause CONSOPUB | | 0.40515 | 0.66810 |

Test de causalité entre LY et INFL :

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 02/20/09 Time: 14:40

Sample: 1 114

Lags: 2

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|--------------------------------|-----|-------------|-------------|
| INFL does not Granger Cause LY | 74 | 0.47778 | 0.62219 |
| LY does not Granger Cause INFL | | 0.52654 | 0.59300 |

Test de causalité entre LY et TRADE :

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 02/20/09 Time: 14:47

Sample: 1 114

Lags: 2

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|-----------------------------------|-----|-------------|-------------|
| D1TRADE does not Granger Cause LY | 86 | 1.08823 | 0.34168 |
| LY does not Granger Cause D1TRADE | | 0.62803 | 0.53622 |

Test de causalité entre LY et CONSOPUB :

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 02/20/09 Time: 14:50

Sample: 1 114

Lags: 2

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|------------------------------------|-----|-------------|-------------|
| CONSOPUB does not Granger Cause LY | 83 | 0.07051 | 0.93197 |
| LY does not Granger Cause CONSOPUB | | 0.59421 | 0.55448 |

Test de stationnarité de 1^{ère} et 2^{ème} génération

| Variabiles | Spécification du modèle | IPS | Pesaran |
|-------------------|--------------------------------|--------------------|--------------------|
| DB | Modèle sans tendance | -1,67(0,091)* | -1,794 (0,422) |
| | Modèle avec tendance | -2,061(0,335) | -1,807 (0,991) |
| DBL | Modèle sans tendance | -1,773 (0,037) ** | -1,76 (0,482) |
| | Modèle avec tendance | -2,221 (0,125) | -1,723 (0,997) |
| INS | Modèle sans tendance | | -1,722 (0,043) ** |
| | Modèle avec tendance | | -1,924 (0,027) ** |
| LY | Modèle sans tendance | | 0,956 (0,83) |
| | Modèle avec tendance | | -1,418* (0,078) |
| INFL | Modèle sans tendance | | -2,642 (0,004) *** |
| | Modèle avec tendance | | -1,654 (0,049) ** |
| TRADE | Modèle sans tendance | -2,17(0,004) *** | |
| | Modèle avec tendance | | |
| D1TRADE | Modèle sans tendance | | -7,97 (0,008) *** |
| | Modèle avec tendance | | -6,302 (0,000) *** |
| CONSOPUB | Modèle sans tendance | -3,637 (0,000) *** | |
| | Modèle avec tendance | | |
| COMPUTER | Modèle sans tendance | | -1,598 (0,055) ** |
| | Modèle avec tendance | | -2,239 (0,013) ** |

*Notes : DB = Développement bancaire ; DBL = Développement bancaire initial ; INS = Développement institutionnel ; LY = Log du PIB par tête qui représente le développement économique ; TRADE = Log du taux d'ouverture commerciale ; D1TRADE = Différence première de la variable de l'ouverture commerciale ; INFL = le taux d'inflation ; COMPUTER = la part des services liés à l'informatique et aux moyens de communication dans les services commerciaux exportés. L'hypothèse de racine unitaire est rejetée à ***1%, **5%, *10% IPS, Pesaran correspondent aux résultats des tests de Im, Pesaran et Shin (1997) et Pesaran (2003). (.) p-value*

Tableau.4 La construction de la variable du développement bancaire DB par la méthode de l'analyse en composantes principales

| <i>Composantes</i> | <i>Eigenvalue</i> | <i>Proportion</i> | <i>Cumulative</i> |
|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Comp1 | 2,29047 | 0,7635 | 0,7635 |
| Comp2 | 0,434 | 0,1447 | 0,9082 |
| Comp3 | 0,275 | 0,0918 | 1 |
| <i>Variables</i> | <i>Comp1</i> | <i>Comp2</i> | <i>Comp3</i> |
| DCBS | 0,5713 | -0,6496 | 0,5017 |
| DCPS | 0,5609 | 0,7552 | 0,3391 |
| LLPIB | 0,5992 | -0,0877 | -0,7958 |

Notes : DCBS = Crédits domestiques distribués par le secteur bancaire par rapport au PIB ; DCPS = Crédits domestiques octroyés au secteur privé par rapport au PIB ; LLPIB = Passifs liquides par rapport au PIB. On ne tient compte que des vecteurs propres de la première composante qui est la meilleure mesure du développement bancaire dans ce cas. Les coefficients de pondération (factor scores) en gras montrent que les contributions individuelles de DCBS, DCPS et LLPIB à la variance de la première composante principale sont respectivement de 57,13%, 56,09% et 59,92%. On a utilisé ces coefficients de pondération pour la construction de la variable du développement bancaire DB.

Tableau.4' La construction de la variable du développement bancaire DB par la méthode de l'analyse en composantes principales

| <i>Composantes</i> | <i>Eigenvalue</i> | <i>Proportion</i> | <i>Cumulative</i> |
|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Comp1 | 2,377 | 0,7926 | 0,7926 |
| Comp2 | 0,432 | 0,1442 | 0,9368 |
| Comp3 | 0,189 | 0,0632 | 1 |
| <i>Variables</i> | <i>Comp1</i> | <i>Comp2</i> | <i>Comp3</i> |
| DCBS | 0,5642 | -0,6843 | 0,4619 |
| DCPS | 0,5581 | 0,7284 | 0,3975 |
| DMB | 0,6084 | -0,0335 | -0,7929 |

Notes : DCBS = Crédits domestiques distribués par le secteur bancaire par rapport au PIB ; DCPS = Crédits domestiques octroyés au secteur privé par rapport au PIB ; DMB = Dépôts des banques commerciales par rapport au PIB. On ne tient compte que des vecteurs propres de la première composante qui est la meilleure mesure du développement bancaire dans ce cas. Les coefficients de pondération (factor scores) en gras montrent que les contributions individuelles de DCBS, DCPS et LLPIB à la variance de la première composante principale sont respectivement 56,42%, 55,81% et 60,84%. On a utilisé ces coefficients de pondération pour la construction de la variable du développement bancaire DB.

Tableau.5 La construction de la variable ENFORCE pour la période 1982-1997 par la méthode de l'analyse en composantes principales

| <i>Composantes</i> | <i>Eigenvalue</i> | <i>Proportion</i> | <i>Cumulative</i> |
|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Comp1 | 2,626 | 0,8755 | 0,8755 |
| Comp2 | 0,268 | 0,0896 | 0,9651 |
| Comp3 | 0,104 | 0,0349 | 1 |
| <i>Variables</i> | <i>Comp1</i> | <i>Comp2</i> | <i>Comp3</i> |
| RUL | 0,5614 | 0,7829 | 0,2682 |
| REPUD | 0,5757 | -0,6023 | 0,553 |
| EXPROP | 0,5945 | -0,1561 | -0,788 |

Notes : RUL = le rôle et la primauté de la loi ; REPUD = le risque de répudiation des contrats par le gouvernement ; EXPROP = le risque d'expropriation. On ne tient compte que des vecteurs propres de la première composante qui est la meilleure mesure de la variable ENFORCE dans ce cas. Les coefficients de pondération (factor scores) en gras montrent que les contributions individuelles de RUL, REPUD et EXPROP à la variance de la première composante principale sont respectivement de 56,14%, 57,57% et 59,45%. On a utilisé ces coefficients de pondération pour la construction de la variable ENFORCE.

Tableau.5' La construction de la variable ENFORCE pour la période 1998-2000 par la méthode de l'analyse en composantes principales

| <i>Composantes</i> | <i>Eigenvalue</i> | <i>Proportion</i> | <i>Cumulative</i> |
|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Comp1 | 1,226 | 0,6135 | 0,6135 |
| Comp2 | 0,773 | 0,3865 | 1 |
| <i>Variables</i> | <i>Comp1</i> | <i>Comp2</i> | |
| RUL | 0,7071 | 0,7071 | |
| INVESTMENT PROFILE | 0,7071 | -0,7071 | |

Notes : RUL = le rôle et la primauté de la loi ; INVESTMENT PROFILE = Le profil d'investissement des pays. On ne tient compte que des vecteurs propres de la première composante qui est la meilleure mesure de la variable ENFORCE dans ce cas. Les coefficients de pondération (factor scores) en gras montrent que les contributions individuelles de RUL et INVESTMENT PROFILE à la variance de la première composante principale sont respectivement de 70,71% et 70,71%. On a utilisé ces coefficients de pondération pour la construction de la variable ENFORCE.

Tableau. 5'' La construction de la variable ENFORCE pour la période 2001-2005 par la méthode de l'analyse en composantes principales

| <i>Composantes</i> | <i>Eigenvalue</i> | <i>Proportion</i> | <i>Cumulative</i> |
|------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Comp1 | 1,434 | 0,4783 | 0,4783 |
| Comp2 | 1,015 | 0,3386 | 0,8169 |
| Comp3 | 0,549 | 0,1831 | 1 |
| <i>Variables</i> | <i>Comp1</i> | <i>Comp2</i> | <i>Comp3</i> |
| RUL | 0,7126 | 0,0442 | -0,7 |
| INVESTMEN T PROFILE | 0,6716 | -0,3316 | 0,6626 |
| LEGSTRENG | 0,2029 | 0,9424 | 0,266 |

Notes : RUL = le rôle et la primauté de la loi ; INVESTMENT PROFILE = Le profil d'investissement des pays ; LEGLENG = le terme original est legislative Strength qui signifie la force législative du pays. On ne tient compte que des vecteurs propres de la première composante qui est la meilleure mesure de la variable ENFORCE dans ce cas. Les coefficients de pondération (factor scores) en gras montrent que les contributions individuelles de RUL, INVESTMENT PROFILE et LEGSTRENG à la variance de la première composante principale sont respectivement de 71,26% ; 67,16% et 20,29%. On a utilisé ces coefficients de pondération pour la construction de la variable ENFORCE.

Tableau. 6 La construction de la variable PROPERTY pour la période 1982-1997 par la méthode de l'analyse en composantes principales

| <i>Composantes</i> | <i>Eigenvalue</i> | <i>Proportion</i> | <i>Cumulative</i> |
|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| Comp1 | 2,179 | 0,7265 | 0,7265 |
| Comp2 | 0,699 | 0,2331 | 0,9596 |
| Comp3 | 0,121 | 0,04 | 1 |
| <i>Variables</i> | <i>Comp1</i> | <i>Comp2</i> | <i>Comp3</i> |
| CORRUPTION | 0,451 | 0,8922 | 0,0244 |
| REPUD | 0,6337 | -0,3008 | -0,7127 |
| EXPROP | 0,6286 | -0,3369 | 0,7010 |

Notes : CORRUPTION = le contrôle de la corruption ; REPUD = le risque de répudiation des contrats par le gouvernement ; EXPROP = le risque d'expropriation. On ne tient compte que des vecteurs propres de la première composante qui est la meilleure mesure de la variable PROPERTY dans ce cas. Les coefficients de pondération (factor scores) en gras montrent que les contributions individuelles de CORRUPTION, REPUD et EXPROP à la variance de la première composante principale sont respectivement de 45,1% ; 63,37% et 62,86%. On a utilisé ces coefficients de pondération pour la construction de la variable PROPERTY.

Tableau. 6' La construction de la variable PROPERTY pour la période 1998-2005 par la méthode de l'analyse en composantes principales

| Composantes | Eigenvalue | Proportion | Cumulative |
|--------------------|---------------|--------------|------------|
| Comp1 | 1,044 | 0,522 | 0,522 |
| Comp2 | 0,956 | 0,478 | 1 |
| Variables | Comp1 | Comp2 | |
| CORRUPTION | 0,7071 | 0,7071 | |
| INVESTMENT PROFILE | 0,7071 | -0,7071 | |

Notes : CORRUPTION = le contrôle de la corruption ; INVESTMENT PROFILE = Le profil d'investissement des pays. On ne tient compte que des vecteurs propres de la première composante qui est la meilleure mesure de la variable PROPERTY dans ce cas. Les coefficients de pondération (factor scores) en gras montrent que les contributions individuelles de CORRUPTION et INVESTMENT PROFILE à la variance de la première composante principale sont respectivement de 70,71% ; et 70,71%. On a utilisé ces coefficients de pondération pour la construction de la variable PROPERTY.

Tableau.7 La construction de la variable INS pour la période 1982-1997 par la méthode de l'analyse en composantes principales

| Composantes | Eigenvalue | Proportion | Cumulative |
|-------------|------------|---------------|------------|
| Comp1 | 3,683 | 0,6139 | 0,6139 |
| Comp2 | 1,1 | 0,185 | 0,7989 |
| Comp3 | 0,517 | 0,0862 | 0,8851 |
| Comp4 | 0,389 | 0,064 | 0,9499 |
| Comp5 | 0,199 | 0,033 | 0,9831 |
| Comp6 | 0,101 | 0,016 | 1 |

| Variables | Comp1 | Comp2 | Comp3 |
|-----------------|---------------|---------|-------|
| CORRUPTION | 0,2961 | 0,6481 | 0,557 |
| RUL | 0,4582 | -0,1943 | -0,3 |
| BQ | 0,4026 | 0,398 | -0,07 |
| Ethnic Tensions | 0,2944 | -0,6067 | 0,7 |
| REPUD | 0,4685 | -0,0925 | -0,14 |
| EXPROP | 0,4838 | -0,085 | -0,28 |

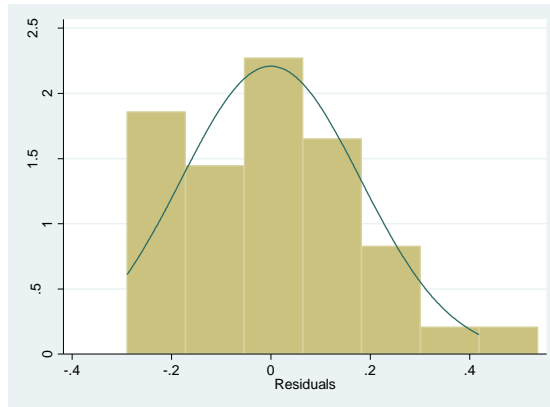
Notes : CORRUPTION = le contrôle de la corruption ; RUL = le rôle de la loi ; BQ = la qualité de la bureaucratie ; Ethnic Tensions = les tensions ethniques ; REPUD = le risque de répudiation des contrats par le gouvernement ; EXPROP = le risque d'expropriation. On ne tient compte que des vecteurs propres de la première composante qui est la meilleure mesure de la variable INS dans ce cas. Les coefficients de pondération (factor scores) en gras montrent que les contributions individuelles de CORRUPTION, RUL, BQ, Ethnic Tensions, REPUD et EXPROP à la variance de la première composante principale sont respectivement de 29,61% ; 45,82% ; 40,26% ; 29,44% ; 46,85% et 48,38%. On a utilisé ces coefficients de pondération pour la construction de la variable INS.

Tableau.7' La construction de la variable INS pour la période 1998-2005 par la méthode de l'analyse en composantes principales

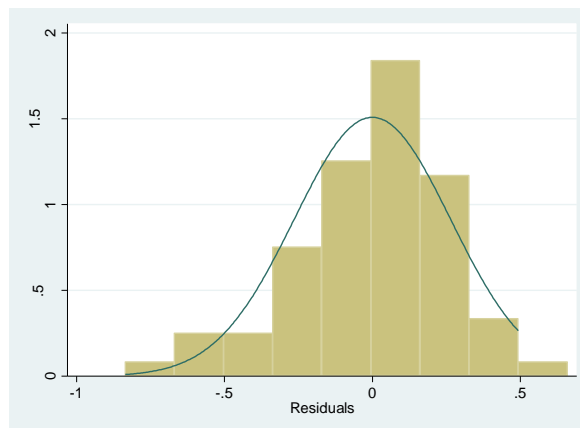
| Composantes | Eigenvalue | Proportion | Cumulative |
|--------------------|---------------|---------------|------------|
| Comp1 | 2,076 | 0,4153 | 0,4153 |
| Comp2 | 1,11 | 0,2233 | 0,6387 |
| Comp3 | 0,981 | 0,1963 | 0,835 |
| Comp4 | 0,545 | 0,1092 | 0,9442 |
| Comp5 | 0,279 | 0,0558 | 1 |
| Variables | Comp1 | Comp2 | Comp3 |
| CORRUPTION | 0,4007 | 0,0897 | -0,7031 |
| RUL | 0,6107 | -0,142 | -0,1138 |
| BQ | 0,3658 | 0,7068 | -0,0413 |
| Ethnic Tensions | 0,4246 | -0,6613 | 0,1658 |
| INVESTMENT PROFILE | 0,3903 | 0,187 | 0,6808 |

Notes : CORRUPTION = le contrôle de la corruption ; RUL = le rôle de la loi ; BQ = la qualité de la bureaucratie ; Ethnic Tensions = les tensions ethniques ; INVESTMENT PROFILE = Le profil d'investissement des pays. On ne tient compte que des vecteurs propres de la première composante qui est la meilleure mesure de la variable INS dans ce cas. Les coefficients de pondération (factor scores) en gras montrent que les contributions individuelles de CORRUPTION, RUL, BQ, Ethnic Tensions et INVESTMENT PROFILE à la variance de la première composante principale sont respectivement de 40,07% ; 61,07% ; 36,58% ; 42,46% et 39,03%. On a utilisé ces coefficients de pondération pour la construction de la variable INS.

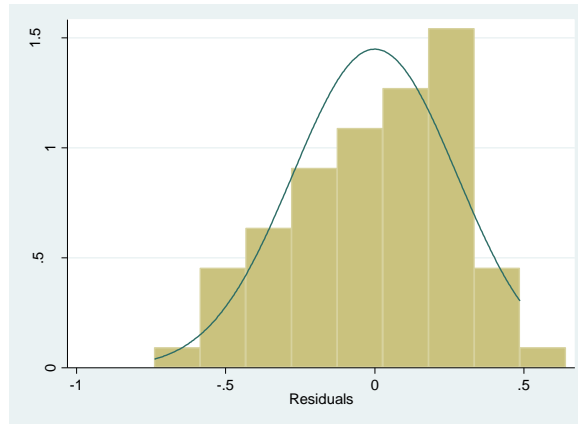
Test de normalité des résidus



Graphique.1 Histogramme des résidus de l'estimation du lien entre le développement institutionnel, la régulation bancaire et le développement bancaire



Graphique. 2 Histogramme des résidus de l'estimation du lien entre le développement bancaire (mesuré par l'ACP sur les crédits domestiques accordés au secteur privé, les crédits domestiques octroyés par le secteur bancaire et les passifs liquides) et le développement économique



Graphique.3 Histogramme des résidus de l'estimation du lien entre le développement bancaire (mesuré par l'ACP sur les crédits domestiques accordés au secteur privé, les crédits domestiques octroyés par le secteur bancaire et les actifs des banques commerciales par rapport au PIB) et le développement économique

Annexe VII. Présentation des variables

| | Variable | Définition | Source |
|------------------------------|--|--|---|
| Variables financières | Crédits domestiques au secteur privé/PIB | Les crédits domestiques alloués au secteur privé représentent l'ensemble des ressources financières fournies au secteur financier, comme les prêts, les crédits commerciaux, la vente de titres autres que les actions, ainsi que l'ensemble des comptes qui exigent un remboursement. | World Development Indicators CD-ROM |
| | Crédits bancaires domestiques/PIB | Les crédits domestiques bancaires représentent l'ensemble des crédits distribués par le secteur bancaire à tous les secteurs économiques (en brut) et les crédits au gouvernement (en net). Le secteur bancaire est composé des autorités monétaires, des banques de dépôts et des autres institutions bancaires (banques d'affaires, banques immobilières, banques islamiques...) | World Development Indicators CD-ROM |
| | Réserves bancaires liquides/Actifs bancaires | Le ratio des réserves bancaires liquides par rapport aux actifs bancaires représente le ratio de l'ensemble des avoirs en monnaie nationale et les dépôts avec les autorités monétaires, par rapport aux créances bancaires sur les autres gouvernements, les entreprises publiques non financières, le secteur privé et les autres institutions bancaires. | World Development Indicators CD-ROM |
| | Capitalisation boursière/PIB | Appelé aussi le ratio de la valeur du marché boursier. C'est le produit du nombre des actions des entreprises cotées et leurs prix (valeur des titres cotés), par rapport au PIB. | World Development Indicators CD-ROM |
| | Passifs liquides/PIB | C'est le ratio de l'agrégat monétaire M_3 par rapport au PIB | Beck. T ; Demirguç-Kunt. A et Levine. R (2007) : « A New Database on Financial Development and Structure », <i>Policy Research Working Paper</i> N° WPS 2146. |
| | Actifs des banques commerciales par rapport au PIB | C'est le ratio de l'ensemble des actifs des banques commerciales du pays par rapport au PIB. | Beck. T ; Demirguç-Kunt. A et Levine. R (2007) : « A New Database on Financial Development and Structure », <i>Policy Research Working Paper</i> N° WPS 2146. |
| | Variables de l'ouverture financière | KAOPEN | C'est l'indicateur de libéralisation financière externe <i>de jure</i> . L'indice KAOPEN est basé sur 4 variables muettes binaires tirées de l'« <i>Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAR)</i> ». |
| LANEFINOP | | C'est la somme des actifs et passifs étrangers par rapport au PIB. Ce ratio représente l'ouverture financière <i>de facto</i> . | Lane. P. R et Milesi-Ferreti. G. M (2006): « The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004 », <i>IMF Working Paper</i> N°6. |

| | | | |
|------------------------------------|--|--|--|
| Variables institutionnelles | Contrôle de la corruption | Un niveau bas de cet indicateur dans un pays montre que les hauts responsables gouvernementaux sont susceptibles d'exiger le versement de paiements spéciaux et que des paiements illégaux se font à tous les niveaux de l'administration. Ces paiements prennent la forme de pots de vin liés à des licences d'exportation ou d'importation, des permissions exceptionnelles de contourner les contrôles des changes, le paiement des impôts, protection policière ou l'octroi de prêts » | Base de données de l'International Country Risk Guide (ICRG) |
| | Le respect des lois | Cette variable reflète le degré selon lequel les citoyens d'un pays acceptent les institutions établies de législation, d'arbitrage de contentieux et d'application des lois. Des scores élevés de cet indicateur montrent l'existence de saines institutions politiques, l'existence d'un système judiciaire efficace et l'existence de prévisions de passage ordonné du pouvoir. | Base de données de l'International Country Risk Guide (ICRG) |
| | La qualité de la bureaucratie | Des scores élevés de cet indicateur montre l'existence d'un mécanisme établi de recrutement et de formation au sein de l'administration, témoigne aussi de l'indépendance par rapport aux pressions politiques, mais également l'expertise et la capacité du pays à gouverner sans d'importants bouleversements des politiques suivies ou l'interruption des services fournis quand il y a changement des gouvernements. | Base de données de l'International Country Risk Guide (ICRG) |
| | Les tensions ethniques | Cette variable évalue l'intensité des tensions dues à des divisions raciales, nationales ou linguistiques dans un pays. Un faible niveau de cet indicateur correspond à des tensions raciales ou nationales opposant des groupes qui n'arrivent pas à trouver de compromis ou d'accords. En revanche, un niveau élevé correspond à des pays où ces tensions ne sont très importantes, même si des divergences demeurent. | Base de données de l'International Country Risk Guide (ICRG) |
| | Le risque de répudiation des contrats | Cet indicateur estime la possibilité que des investisseurs, entrepreneurs ou consultants soient confrontés à des risques de modifications de contrats déjà établis, par le biais d'une mesure d'annulation ou de report suite à un changement du gouvernement, ou un changement des priorités du gouvernement. | Base de données de l'International Country Risk Guide (ICRG) |
| | Le risque d'expropriation par l'Etat | Cette variable évalue les risques d'une confiscation illégale ou une nationalisation forcée de biens propres. Des niveaux bas de cet indicateur sont relatifs aux pays où le risque d'expropriation des investissements étrangers privés est un fait envisageable. | Base de données de l'International Country Risk Guide (ICRG) |
| | Profil d'investissement | | Base de données de l'International Country Risk Guide (ICRG) |
| | Représentation démocratique de la population | | Base de données de l'International Country Risk Guide (ICRG) |
| | TRUST | Cet indice estime le niveau du capital social dans un pays, à partir d'un questionnaire envoyé à un échantillon choisi d'individus. Le questionnaire comprend des questions sur la nature des relations liant les citoyens d'une même société entre eux, et leurs relations avec leurs gouvernements. | World Values Survey |

| | | | |
|-----------------------------------|--------------------------|--|-------------------------------------|
| Variables macroéconomiques | PIB | Le produit intérieur brut par tête en termes de parité du pouvoir d'achat | World Development Indicators CD-ROM |
| | TRADE | C'est la somme des exportations et des importations par rapport au PIB. Cet indicateur représente l'ouverture commerciale <i>de facto</i> | World Development Indicators CD-ROM |
| | INFL | Le taux d'inflation | World Development Indicators CD-ROM |
| | TRADEOPEN | L'ouverture commerciale <i>de jure</i> mesurée par la réciproque de la moyenne pondérée des charges imposées aux importations et aux exportations. | World Development Indicators CD-ROM |
| | Déficit budgétaire | Les revenus étatiques nets par rapport au PIB | World Development Indicators CD-ROM |
| | Réserves internationales | Les réserves totales en termes de mois d'importations. | World Development Indicators CD-ROM |
| | CONSOPUB | Taux de consommation publique : La part des dépenses étatiques de consommation finale dans le PIB | World Development Indicators CD-ROM |

Références bibliographiques

A

*Abiad. A et Mody. A (2003) : « Financial Reform : What Shakes it? What Shapes it? », *IMF Working Paper*, N°70.

*Abiad. A, Leigh. D et Mody. A (2007) : « International Finance and Income Convergence : Europe is different », *IMF Working Paper*, N°64.

*Abouch. M et Ezzahid. E (2007) : « Financial Development and Economic Growth Nexus : The Moroccan Case », *11èmes Rencontres Euro-méditerranéennes*, Nice 15-16 novembre 2007.

*Acaravci. A, Acaravci. S. K et Osturk. I (2007) : « Finance-Growth nexus : Evidence from Turkey », *International Research Journal of Finance and Economics*, N°11.

*Acemoglu. D, Johnson. S et Robinson. J. A (2001) : « The Colonial Origins of Comparative Development : An Empirical Investigation », *American Economic Review*, Vol 91, N°5, pp. 1369–1401.

*Acemoglu. D, Johnson. S et Robinson. J. A (2002) : « Reversal of Fortunes : Geography and Institutions in the Making of the Modern World Income Distribution », *Quarterly Journal of Economics*, Vol 117, N°4, pp. 1133–1192.

*Aganin. A et Volpin. P (2003) : « History of Corporate Ownership in Italy », mimeo, *London Business School*.

*Agenor. P-R (2001) : « Mouvements de capitaux, régimes de change et libéralisation financière », *Finances et Développement au Maghreb*, N°28.

*Aglietta. M (1993) : « Comportement bancaire et risque de système », *Revue d'économie financière*, N°27, pp. 439-463.

*Aizenman. J et Noy. I (2004) : « On the Two Way Feedback between Financial and Trade Openness », *NBER Working Paper*, N° 10496.

*Akerlof. G (1970) : « The Market for Lemons : Quality Uncertainty and the Market Mechanism », *Quarterly Journal of Economics*, Vol 84, N°3, pp. 488-500.

*Akyüz. Y (1994) : « Libéralisation financière : mythes et réalités », *Tiers-Monde*, Vol 35, N°139, pp. 521-555.

*Albuquerque. R (2003) : « The Composition of International Capital Flows : Risk Sharing through Foreign Direct Investment », *Journal of International Economics*, Vol 61, N°2, pp. 353-383.

*Alesina. A et Tabellini. G (1989) : « External Debt, Capital Flight and Political Risk », *Journal of International Economics*, Vol 27, N°3-4, pp. 199-220.

*Allen. F et Gale. D (2000a) : « Comparing Financial Systems », *MIT Press*, Cambridge.

*Allen. F et Gale. D (2000b) : « Corporate Governance and Competition » dans Vives. X (eds) : « Corporate Governance : Theoretical and Empirical Perspectives », *Cambridge University Press*, London, pp. 23-94.

*Allen. F, Qian. J et Qian. M (2005) : « Law, Finance and Economic Growth in China », *Journal of Financial Economics*, Vol 77, N°1, pp. 57-116.

*Alper. C. E et Onis. Z (2003) : « Financial Globalization, the Democratic Deficit and Recurrent Crises in Emerging Markets : The Turkish Experience in the Aftermath of Capital Account Liberalization », *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol 39, N°3, pp. 5-26.

*Andersen. T. B et Tarp. F (2003) : « Financial Liberalization, Financial Development and Economic growth in LDCs », *Journal of International Development*, Vol 15, N°2, pp. 189-209.

*Angbazo. L (1997) : « Commercial Bank Net Interest Margins, Default Risk, Interest Rate Risk and Off-Balance Sheet Banking », *Journal of Banking and Finance*, Vol 21, N°1, pp. 55-87.

*Appel des économistes pour sortir de la pensée unique (2000) : « Les pièges de la finance mondiale », *Syros*, Paris.

*Arellano. M et Bond. S (1991) : « Some Tests of Specification for Panel Data : Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations », *Review of Economic Studies*, Vol 58, N°2, pp. 277-297.

*Arestis. P et Demetriades. P (1997) : « Financial Development and Economic Growth : Assessing the Evidence », *Economic Journal*, Vol 107, N°442, pp. 783-799.

*Atje. R et Jovanovic. B (1993) : « Stock Markets and Development », *European Economic Review*, Vol 37, N°2-3, pp. 632-640.

*Auerbach. P et Siddiki. J. U (2004) : « Financial Liberalization and Economic Development : An Assessment », *Journal of Economic Surveys*, Vol 18, N°3, pp. 231-265.

*Ayyagari. M, Demirgüç-Kunt. A et Maksimovic. V (2008) : « Formal versus Informal Finance : Evidence from China », *Policy Research Working Paper*, N°4465.

B

*Bae. K-H et Goyal. V (2003) : « Property Rights Protection and Bank Loan Pricing », <http://ssrn.com/abstract=423820>

*Bagehot. W (1873) : « Lombard Street : A Description of the Money Market », *H.S. King*, Londres.

- *Bai. C. E, Lu. J et Tao. Z (2006) : « The Multitask Theory of State Enterprise Reform », *American Economic Review*, Vol 96, N°2, pp. 353-357.
- *Balassa. B et Williamson. J (1990) : « Adjusting to Success: Balance of Payments Policy in the East Asian NICS », *Policy Analyses in International Economics 17*, *Institute for International Economics*, Washington.
- *Baliño. T. J. T et Ubide. A (1999) : « The Korean Financial Crisis of 1997-A Strategy of Financial Sector Reform », *IMF Working Paper*, N°28.
- *Baltagi. B, Demitriades. P et Law. S. H (2007) : « Financial Development, Openness and Institutions: Evidence from Panel Data », *Conference on New Perspectives on Financial Globalization 26-27 avril 2007*.
- *Banfield. E.G (1958) : « The Moral Basis of a Backward Society », *Free Press*, New York.
- *Banque Mondiale (1997) : « Les marchés financiers informels et l'intermédiation financière dans 4 pays africains », *Findings*, N°79.
- *Banque Mondiale (1999a) : « Global Development Finance », *Oxford University Press*, New York.
- *Banque Mondiale (1999b) : « Global Economic Prospects and the Developing Countries », *Oxford University Press*, New York.
- *Barberis. N, Boycko. M, Shleifer. A et Tsukanova. N (1996) : « How Does Privatization Work : Evidence from the Russian Shops », *Journal of Political Economy*, Vol 104, N°4, pp. 764-790.
- *Barro. R. J (1991) : « Economic Growth in a Cross-Section of Countries », *Quarterly Journal of Economics*, Vol 105, N°2, pp. 407-443.
- *Barth. J. R, Caprio. G et Levine. R (2002) : « Bank Regulation and Supervision : What Works Best? », *NBER Working Paper Series*, N°9323.
- *Barth. J. R, Caprio. G. Jr et Levine. R (2007) : « Rethinking Bank Regulation : till Angels Govern », *Journal of International Development*, Vol 19, N°8, pp. 1166-1168.
- *Baudassé. T et Montalieu. T (2004) : « Le capital social : un concept utile pour la finance et le développement », *Document de recherche du Laboratoire d'Economie d'Orléans*, N°25, pp. 11-12.
- *Beck.T, Levine. R et Loyaza. N (2000) : « Finance and the Sources of Growth », *Journal of Financial Economics*, Vol 58, N°1-2, pp. 261-300.
- *Beck. T, Demirgüç-Kunt. A et Levine. R (2001a) : « Law, Politics, and Finance », *World Bank Policy Research Working Paper*, N°2585.
- *Beck. T, Demirgüç-Kunt. A et Levine. R (2001b) : « Legal Theories of Financial Development », *Oxford Review of Economic Policy*, Vol 17, N°4, pp. 483-501.

- *Beck. T, Demirgüç-Kunt. A et Levine. R (2003) : « Bank Supervision and Corporate Finance », *NBER Working Papers*, N°9620.
- *Beck. T et Levine. R (2004) : « Legal Institutions and Financial Development » in Claude Menard, Shirley. M (eds) : « Handbook of New Institutional Economics », *Kluwer Dordrecht*, The Netherlands.
- *Beck. T ; Demirgüç-Kunt. A et Levine. R (2005) : « Law and Firm's Access to Finance », *American Law and Economics Review*, Vol 7, N°1, pp. 211-252.
- *Beck. T, Demirgüç-Kunt. A et Levine. R (2005) : « Bank Supervision and Corruption in Lending », *NBER Working Paper Series*, N°11498.
- *Beck T, Demirguc-Kunt. A et Levine. R (2006) : « Bank Concentration and Crises », *NBER Working Paper*, N°9921.
- *Beck. T, Demirgüç-Kunt. A et Levine. R (2007) : « A New Database on Financial Development and Structure », *Policy Research Working Paper*, N°2146.
- *Becker. G et Stigler. G (1974) : « Law Enforcement, Malfeasance, and the Compensation of Enforcers », *Journal of Legal Studies*, Vol 3, janvier, pp. 1-18.
- *Becker. G (1983) : « A Theory of Competition among Pressure Groups for Political Influence », *Quarterly Journal of Economics*, Vol 98, N°3, pp. 371-400.
- *Beckerman. P (1988) : « The Consequences of upward Financial Repression », *International Review of Applied Economics*, Vol 2, N°1, pp. 233-249.
- *Bell. C, Srinivasan. T. N et Udry. C (1997) : « Rationing, Spillover and Interlinking in Credit Markets : The Case of Rural Punjab », *Oxford Economic Papers*, Vol 49, N°4, pp. 557-585.
- *Ben Gamra. S (2007) : « Libéralisation financière, crises bancaires et croissance économique : Cas des pays émergents », *Thèse de doctorat*, Université Paris XIII.
- *Bencivenga. V. R et Smith. B. D (1993) : « Some Consequences of Credit Rationing in an Endogenous Growth Model », *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol 17, N°1-2, pp. 97-122.
- *Benhabib. J et Spiegel. M (2000) : « The Role of Financial Development in Growth and Investment », *Journal of Economic Growth*, Vol 5, N°4, pp. 341-360.
- *Bentham. J (1789) : « An Introduction to the Principles of Morals and Legislation », *T. Payne & Sons*, London.
- *Berger. A. N, Herring. R. J et Szegö. G. P (1995) : « The Role of Capital in Financial Institutions », *Journal of Banking and Finance*, Vol 19, N°3-4, pp. 393-430.
- *Berthélemy, J-C et Varoudakis. A (1995) : « Thresholds in Financial Development and Economic Growth », *The Manchester School Supplement*, pp. 70-84.

- *Berthelier. P, Desdoigts. A et Ould Aoudia. J (2003) : « Profils institutionnels », *Document de travail de la Direction de la Prévision*, Juillet 2003, MINEFI.
- *Bhagwati. J (1998) : « The Capital Myth : The Difference between Trade in Widgets and Dollars », *Foreign Affairs*, Vol 77, N°3, pp. 7-12.
- *Bird. G et Rajan. R. S. (2000) : « Financial Crisis and the Composition of International Capital Flows : Does FDI Guarantee Stability », *CIES Discussion Paper*, N°44.
- *Blejer. M.I et Szapary. G (1990) : « The Evolving Role of Tax Policy in China », *Journal of Comparative Economics*, Vol 14, N°3, pp. 452-472.
- *Blum. J (1999) : « Do Capital Adequacy Requirements Reduce Risks in Banking? », *Journal of Banking and Finance*, Vol 23, N°5, pp. 755-771.
- *Blundell. R et Bond. S (1998) : « Initial Conditions and Moment Restrictions in Dynamic Panel Data Models », *Journal of Econometrics*, Vol 87, N°1, pp. 115-143.
- *Blundell-Wignall. A et Browne. F (1991) : « Macroeconomic Consequences of Financial Liberalization : A Summary Report », *OCDE Working Paper*, N°98.
- *Borio. C (2003) : « Towards a Macroprudential Supervision and Regulation ? », *BRI Document de travail*, N°128.
- *Bourbonnais. R (2003) : « Econométrie », *Dunod*, 5^{ème} édition, Paris.
- *Bourdieu. P (1985) : « The Form of Capital » dans Richardson. J. G (eds) : « Handbook of Theory and Research for the Sociology of Education », New York, pp. 241-258.
- *Bousrih, L et Trabelsi, M. (2005) : « Libéralisation financière, développement financier et crises bancaires : le rôle du capital social », *Revue d'économie financière*, N°81, pp. 83-106.
- *Bowles. S et Gintis. H (2002) : « Social Capital and Community Governance », *Economic Journal*, Vol 112, N°483, pp. 419-436.
- *Boyd. J. H, Chang. C et Smith. B. D (1998) : « Moral Hazard under Commercial and Universal Banking », *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol 30, N°3-partie 2, pp. 426-468.
- *Boyer. R, Dehove. M et Plihon. D (2004) : « Les crises financières », *La documentation française*, Paris.
- *Brock. P. L (1984) : « Inflationary Finance in an Open Economy », *Journal of Monetary Economics*, Vol 14, N°1, pp. 37-53.
- *Buffie. E. F (1984) : « Financial Repression, the New Structuralists, and Stabilization Policy in Semi-Industrialized Economies », *Journal of Development Economics*, Vol 14, N°3, pp. 305-322.

C

- *Calderon. C, Chong. A et Galindo. A (2001) : « Structure and Development of Financial Institutions and Links with Trust : Cross-Country Evidence », Inter-American Development Bank, *Research Department Working Papers*, N°444.
- *Calvo. G (1998) : « Varieties of Capital Market Crises » dans Calvo. G et King. M (eds) : « The Debt Burden and its Consequences for Monetary Policy », Mcmillan, Frankfurt.
- *Caprio. G, Laeven. L, et Levine. R (2004) : « Governance and Bank Valuation », mimeo, *University of Minnesota*.
- *Cargill. T-F et Parker. E (2001) : « Financial Liberalization in China : Limitations and Lessons of the Japanese Regime », *Journal of the Asia Pacific Economy*, Vol 6, N°1, pp. 1-21.
- *Castro. R, Clementi. G. L et Macdonald. G (2004) : « Investor Protection, Optimal Incentives and Economic Growth », *Quarterly Journal of Economics*, Vol 119, N°3, pp. 1131-1175.
- *Cecchetti. S. G et Krause. S (2004) : « Deposit Insurance and External Finance », *NBER Working Paper*, N°10908.
- *Chebbi. M. J (2006) : « Les effets de la supervision et de la réglementation sur les crises bancaires », *Cahiers de l'EURISCO*, N°06.
- *Chen. B et Feng. Y (2000) : « Determinants of Economic Growth in China : Private Enterprises, Education, and Openness », *China Economic Review*, Vol 11, N°1, pp. 1-15.
- *Chibber. A, Dailami. M et Shafik. N (1992) : « Reviving Private Investment in Developing Countries », *North Holland*.
- *Chinn. M. D et Ito. H (2002) : « Capital Account Liberalization, Institutions and Financial Development : Cross Country Evidence », *NBER Working Paper*, N° 8967.
- *Cho Y. J (1986) : « Inefficiencies from Financial Liberalization in the Absence of Well-Functioning Equity Markets », *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol 18, N°2, pp. 191-199.
- *Cho. S (1994) : « The Dynamics of Korean Development », *Institute for International Economics*, Washington.
- *Christopoulos. D. K et Tsionas. E. G (2004) : « Financial Development and Economic Growth : Evidence from Panel Unit Root and Cointegration Tests », *Journal of Development Economics*, Vol 73, N°1, pp. 55-74.
- *Chuhan. P, Perez-Quiros. G et Popper. H (1996) : « International Capital Flows : Do Short-term Investment and Direct Investment Differ ? », *Policy Research Working Paper*, N° 1507, World Bank.

*Claessens. S et Klingebiel. D (2000) : « Competition and Scope of Activities in Financial Services », *World Bank*, mimeo, Washington D.C.

*Claessens, S. Djankov, S. Fan, J. et Lang, L. (2000) : « Expropriation of Minority Shareholders in East Asia », *Policy Research Working Paper*, N°2088.

*Clifford. M (1997) : « Troubled Tiger », *Butterworth-Heinemann Asia*. Singapore.

*Cobham. A (2002) : « Capital Account Liberalisation and Poverty », *Queen Elizabeth House Working Papers*, N°70.

*Coffee. J. C (2000) : « Privatization and Corporate Governance : The Lessons from Securities Market Failure », *Columbia Law School Working Paper*, N°158 (non publié).

*Coleman. J (1990) : « Foundations of Social Theory », *Harvard University Press*, Cambridge.

*Cooper. R (1998) : « Should Capital Account Convertibility be a World Objective? », dans Kenen. P (eds) : « Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility? », *Princeton University Press*, Princeton.

*Creane. S, Goyal. R, Mobarak. M et Sab. R (2003) : « Financial Development and the Economic Growth in the Middle East and North Africa », *Newsletter of the Economic Research Forum*, Vol 10, N°2.

*Creane. S, Goyal. R, Mobarak. M et Sab. R (2004) : « Financial Sector Development in the Middle East and North Africa », *IMF Working Paper*, N°201, pp. 26-48.

*Creane. S, Goyal. R, Mobarak. M et Sab. R (2007) : « Measuring Financial Sector Development in the Middle East and North Africa : A New Database », *IMF Staff Papers*, Vol. 53, N°3.

*Crosby. A. W (1989) : « Ecological Imperialism : The Biological Expansion of Europe, 900–1900 », *Cambridge University Press*, Cambridge.

D

*Dawson. J. P (1968) : « The Oracles of the Law », *University of Michigan Law School*.

*De Gregorio. J et Guidotti. P. E (1995) : « Financial Development and Economic Growth », *World Development*; Vol 23, N°3, pp. 433-448.

*Deidda. L et Fattouh. B (2002) : « Non-Linearity Between Finance and Growth », *Economics Letters*, Vol 74, N°3, pp. 339-345.

*Demetriades, P et Law. S (2005) : « Openness, Institutions and Financial Development », *University of Leicester Working Paper*, N°08.

*Demetriades. P. O et Hussein. K (1996) : « Does Financial Development Cause Economic Growth ? Time-Series Evidence from Sixteen Countries », *Journal of Development Economics*, Vol 51, N°2, pp. 387-411.

- *Demetriades. P. O et Luintel. K. B (1996) : « Financial Development, Economic Growth and Banking Sector Controls : Evidence from India », *The Economic Journal*, Vol 106, N°435, pp. 359-374.
- *Demirgüç-Kunt. A. et Maksimovic. V (1998) : « Law, Finance, and Firm Growth », *Journal of Finance*, Vol 53, N°6, pp. 2107-2137.
- *Demirgüç-Kunt. A et Detragiache. E (2002) : « Does Deposit Insurance Increase Banking System Stability? An Empirical Investigation », *Journal of Monetary Economics*, Vol 49, N°7, pp. 1373-1406.
- *Demirgüç-Kunt. A et Levine. R (2008) : « Finance, Financial Sector Policies, and Long-Run Growth », *World Bank, Policy Research Working Paper*, N°4469.
- *Demirgüç-Kunt. A, Detragiache. E et Tressel. T (2008) : « Banking on the Principles : Compliance with Basel Core Principles and Bank Soundness », *Journal of Financial Intermediation*, Vol 17, N°4, pp. 511-542.
- *Denizer. C, Desai. R. M et Gueorguiev. N (1998) : « The Political Economy of Financial Repression in Transition Economies », *Policy Research Working Paper*, N°2030.
- *Detragiache. E, Gupta. P et Tressel. T (2005) : « Finance in Lower-Income Countries : An Empirical Exploration », *IMF Working Paper*, N°167.
- *Dewatripont. M et Tirole. J (1994) : « The Prudential Regulation of Banks », *MIT Press*, Cambridge.
- *Diamond. D.W et Dybvig. P. H (1983) : « Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity », *Journal of Political Economy*, Vol 91, N°3, pp. 401-419.
- *Diamond. J (1997) : « Guns, Germs, and Steel : The Fates of Human Societies », *W.W. Norton*, New York.
- *Diaz-Alejandro. C (1985) : « Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash », *Journal of Development Economics*, Vol 19, N°1-2, pp. 1-24.
- *Djankov. S, La Porta. R, Lopez-de-Silanes. F, Shleifer. A (2002) : « The Regulation of Entry », *Quarterly Journal of Economics*, Vol 117, N°1, pp. 1-37.
- *Dornbush. R (1986) : « Special Exchange Rates for Capital Account Transactions », *World Bank Economic Review*, Vol 1, N°1, pp. 3-33.
- *Dornbush. R et Reynoso. A (1989) : « Financial Factors in Economic Development », *American Economic Review*, Vol 79, N°2, pp. 204-209.
- *Dornbush. R (1998) : « An Idea whose Time is Past » dans P. Kenen (eds) : « Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility? », *Princeton Essays in International Finance*, N°207, *Princeton University Press*, Princeton, pp. 20-27.
- *Drazen. A (1989) : « Monetary Policy, Capital Controls and Seigniorage in an Open Economy » dans De Cecco. M et Giovannini. A (eds) : « A European Central Bank :

Perspective on Monetary Unification after Ten Years of the EMS », *Cambridge University Press*, Cambridge, pp. 13-32.

E

*Easterly. W (1993) : « How Much Do Distortions Affect Growth », *Journal of Monetary Economics*, Vol 32, N°4, pp. 187-212.

*Edwards. S (1984) : « The Order of Liberalization of the External Sector in Developing Countries », *Princeton Essays in International Finance*, N°156, Princeton.

*Eichengreen. B et Mussa. M (1998) : « Capital Account Liberalization and the IMF », *Finance & Development*, Décembre.

*Eichengreen. B et Leblang. D (2003) : « Capital Account Liberalization and Growth : Was Mr. Mahathir Right? », *International Journal of Finance and Economics*, Vol 8, N°3, pp. 205-224.

*Eichengreen. B (2004) : « Contribution on the Cost of Financial Instability », Papier préparé pour « The Copenhagen Consensus Project » (A Remedy for Financial Turbulence?) », *The Economist*, 17 avril, pp. 75.

*Ekelund. R. B et Tollison. R. D (1980) : « Economic Regulation in Mercantile England : Heckscher Revisited », *Economic Inquiry*, Vol 18, N°4, pp. 567–599.

*Emran. M. S et Stiglitz. J. E (2007) : « Financial Liberalization, Financial Restraint, and Entrepreneurial Development », http://cid.harvard.edu/neudc07docs/neudc07_s5_p02_emran.pdf.

*Engerman. S. L et Sokoloff. K. L (1997) : « Factor Endowments, Institutions and Differential Paths of Growth among New World Economies » dans Haber. S (eds) : « How Latin America Fell Behind », *Stanford University Press*, Stanford, p. 260–304.

*Engerman. S, Mariscal. E et Sokoloff. K (1998) : « Schooling, Suffrage, and the Persistence of Inequality in the Americas, 1800-1945 », *UCLA Working Paper*, Non publié.

*Engerman. S. L et Sokoloff. K. L (2000) : « Institutions, Factor Endowments and Paths of Development in the New World », *Journal of Economic Perspectives*, Vol 14, N°3, pp. 217–232.

*Engerman. S. L et Sokoloff. K. L (2002) : « Factor Endowments, Inequality and Paths of Development Among New World Economies », *NBER Working Paper*, N°9259.

*Epstein. G et Schor. J. B (1992) : « Structural Determinants and Economic Effects of Capital Controls in OECD Countries » dans Banuri. T et Schor. J. B (eds) : « Financial Openness and National Autonomy : Opportunities and Constraints », *Clarendon Press*, Oxford, pp. 136-161.

*Eschenbach. F (2004) : « Finance and Growth : A Survey on the Theoretical and Empirical Literature », *Tinbergen Institute Discussion Paper*, Vol 39, N°2.

F

*Faria. A et Mauro. P (2005): « Institutions and the External Capital Structure of Countries », *IMF Working Paper*, N°236.

*Ferrary. M (2003) : « Trust and Social Capital in the Regulation of Lending Activities », *The Journal of Socio-economics*, Vol 31, N°6, pp. 673-699.

*Fitzgerald. E.V.K et Vos. R: « Financing Economic Development: A structural Approach of Economic Development », *Gower Publishing Company Ltd*, Brookfield.

*Fouda. S et Saïdane. D (1998) : « Institutions : Contraintes nécessaires pour un développement financier à moindre risque », *Techniques financières et développement*, N°52.

*Frankel. J. A (1982) : « The Order of Economic Liberalization : A Comment » dans Brunner. K et Meltzer. A (eds) : « Economic Policy in a World of Change », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, *North Holland*, Amsterdam, pp. 99-102.

*Frankel. J. A (1993) : « Liberalization of Korea's Foreign Exchange Markets and the Role of Trade Relations with the United States », dans Mo. J et Myers. R (eds) : « Shaping a New Economic Relationship : The Republic of Korea and the United States », *Hoover Institution Press*, Stanford.

*Frankel. J et Rose. A (1996) : « Currency Crisis in Emerging Countries : Empirical Indicators », *Journal of International Economics*, Vol 41, N°3-4, pp. 351-368.

*Franks. J, Mayer. C et Rossi. S (2003) : « The Origination and Evolution of Ownership and Control », *Oxford Financial Research Centre Working Paper*, N°1003-FE01.

*Fritz. R. G (1984) : « Time Series Evidence on the Causal Relationship between Financial Deepening and Economic Development », *Journal of Economic Development*; juillet, pp. 91-112.

*Fukuyama. F (1995) : « Trust : The Social Virtues and the Creation of Prosperity », *Free Press*, New York.

G

*Gambetta. D (1988) : « Trust : Making and Breaking Cooperative Relations », *Blackwell*, Cambridge.

*Garmaise. M. J et Moskowitz. T. J (2003) : « Informal Financial Networks : Theory and Evidence », *Review of Financial Studies*, Vol 16, N°4, pp. 1007-1040.

*Gelbard. E. A et Leite. S. P (1999) : « Measuring Financial Development in Sub-Saharan Africa », *IMF Working Paper*, N° 99.

*Geoffron. P et Plihon. D (1998) : « La corrosion financière des modèles industriels asiatiques », *Revue d'économie industrielle*, N°86.

- *Gerschenkron. A (1962) : « Economic Backwardness in Historical Perspective : A Book of Essays », *Belknap Press of Harvard University Press*, Cambridge.
- *Gertler. M et Rose. A (1994) : « Finance, Public Policy and Growth » dans Caprio. G, Atiyas. I et Hanson. J (eds) : « Financial Reform : Theory and Experience », *Cambridge University Press*, New York.
- *Gibson. H. D, Tsaveas. N. T et Vlassopoulos. T (2006) : « Capital Flows, Capital Account Liberalization and Mediterranean Countries », *Working Paper N°33 Bank of Greece*.
- *Giovannini. A (1988) : « Capital Controls and Public Finance : The Experience in Italy » dans Giavazzi. F et Spaventa. L (eds) : « High Public Debt : The Italian Experience », *Cambridge University Press*, Cambridge, pp. 177-211.
- *Giovannini. A et de Melo. M (1993) : « Government Revenue from Financial Repression », *American Economic Review*, Vol 83, N°4, pp. 953-963.
- *Glendon. M. A, Gordon. M. W et Osakwe. C (1982) : « Comparative Legal Tradition in Nutshell », *West Publishing*.
- *Goldberg. L (2004) : « Financial Sector Foreign Direct Investment and Host Countries : New and Old Lessons », *NBER Working Paper*, N°10441.
- *Goldsmith. R. W (1969) : « Financial Structure and Development », *Yale University Press*, New Haven.
- *Greenwood. J et B. Jovanovic. B (1990) : « Financial Development, Growth, and the Distribution of Income », *Journal of Political Economy*, Vol 98, N°5, pp. 1076-1107.
- *Greif. A (1993) : « Contract Enforceability and Economic Institutions in Early Trade : The Maghribi Trader's Coalition », *American Economic Review*, Vol 83, N°3, pp. 525-548.
- *Greif. A (1994) : « Cultural Beliefs and the Organization of Society: A Historical and Theoretical Reflection on Collectivist and Individualist Societies », *Journal of Political Economy*, Vol 102, N°5, pp. 912-950.
- *Griffith-Jones. S, Montes. M. F et Nasution. A (2000) : « Short-Term Capital Flows and Economic Crisis », *Oxford University Press*, Wider.
- *Grilli. G et Milesi-Ferretti. G. M (1995) : « Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls », *IMF Staff Papers*, septembre, Vol 42, N°3.
- *Grossman. S et Hart. O (1980) : « Disclosure Laws and Takeover Bids », *Journal of Finance*, Vol 35, N°2, pp. 323-334.
- *Grossman. S. J et Hart. O (1980) : « Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation », *Bell Journal of Economics*, Vol 11, N°1, pp. 62-64.
- *Guillaumont Jeanneney. S et Kpodar. K. R (2004) : « Développement financier, instabilité financière et croissance économique », *Centre d'Etudes et de Recherches sur le Développement International CERDI*.

*Guiso. L, Sapienza. P et L. Zingales (2004) : « The Role of Social Capital in Financial Development », *American Economic Review*, Vol 94, N°3, pp. 526-556.

*Gurley. J. G et Shaw. E. S (1955) : « Financial Aspects of Economic Development », *American Economic Review*, Vol 45, N°4, pp. 515-538.

H

*Haber. S. H, Razo. A et Maurer. N (2003) : « The Politics of Property Rights : Political Instability, Credible Commitments, and Economic Growth in Mexico, 1876-1929 », *Cambridge University Press*, New York.

*Hadri. K (2000) : « Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panel Data », *Econometrics Journal*, Vol 3, N°2, pp. 148-161.

*Haggard, S. et Maxfield, S. (1993) : « The Political Economy of Capital Account Liberalization ». in Reisen. H et Fischer. F (eds) : « Financial Opening: Policy Issues and Experiences in Developing Countries », *OECD*, Paris.

*Hanson. J (1994) : « Opening the Capital Account : Costs, Benefits and Sequencing » dans Edwards. S (eds) : « Capital Controls, Exchange Rates and Monetary Policy in the World Economy », *Cambridge University Press*, Cambridge, pp. 383- 429.

*Harrison. P, Sussman. O et Zeira. J (1999) : « Finance and Growth : Theory and New Evidence », *Board of Governors of The Federal Reserve System Finance and Economics Discussion Series*, N°35.

*Hart. O et Moore. J (1994) : « A Theory of Debt Based on Inalienability of Human Capital », *The Quarterly Journal of Economics*, Vol 109, N° 4, pp. 841-879.

*Hay. J.R et Shleifer. A (1998) : « Private Enforcement of Public Laws : A Theory of Legal Reform », *American Economic Review*, Vol 88, N°2, pp. 398-403.

*Hayek. F (1960) : « The Constitution of Liberty », *Chicago University Press*, Chicago.

*Hong. H, Kubik. J. D et Stein. J (2001) : « Social Interaction and Stock Market Participation », *NBER Working Paper*, N° 8358.

*Hoskins. I (2003) : « Financial System Development, Bank and Non-Bank Finance, in Mediterranean Partner Countries », *Second Euro-Mediterranean Regional Economic Dialogue*, Rome 20 octobre 2003.

*Hurlin. C et Mignon. V (2006) : « Une synthèse des tests de racine unitaire sur données de Panel », *Economie et Prévision*, Vol 3-4, N°169-170, pp. 253-294.

I

*Im. K. S, Pesaran. M. H et Shin. Y (1997) : « Testing for Unit Roots in Heterogenous Panels », *DAE Working Paper*, University of Cambridge, N° 9526.

*Ito. H (2006) : « Financial Development and Financial Liberalization in Asia : Thresholds, Institutions and the Sequence of Liberalization », [*The North American Journal of Economics and Finance*](#), Vol 17, N°3, pp. 303-327.

J

*Jacobs. J (1961) : « The Death and Life of Great American Cities », *Random House*, New York.

*Jacquet. P (1999) : « Deux décennies de mondialisation financière », *Politique Etrangère*, N°3.

*Jacquet. P et Pollin. J-P (2007) : « Systèmes financiers et croissance », http://www.pierrejacquet.net/IMG/pdf/Jacquet-Pollin_systemes_financiers_et_croissance.pdf

*Jain. S (1999) : « Symbiosis vs. Crowding-Out : The Interaction of Formal and Informal Credit Markets in Developing Countries », *Journal of Development Economics*, Vol 59, N°2, pp : 419-444.

*Jappelli. T et Pagano. M (1994) : « Saving, Growth and Liquidity Constraints », *The Quarterly Journal of Economics*, Vol 109, N°1, pp : 83-109.

*Jarque. C. M et Bera. A. K (1987) : « A Test for Normality of Observations and Regression Residuals », *International Statistical Review*, Vol 55, N°2, pp : 163–172.

*Jayaratne. J et Strahan. P. E (1996) : « The Finance-Growth Nexus : Evidence from Bank Branch Deregulation », *Quarterly Journal of Economics*, Vol 111, N°3, pp : 639-670.

*Jégourel. Y et Teïletche. J (2001) : « Globalisation financière et autonomie de la politique monétaire », *Revue Economique*, Vol 52, N°2.

*Jensen. K (1989) : « Monetary policy and Financial Development » dans Fitzgerald. E. V. K et Vos. R (eds) : « Financing Economic Development : A structural Approach of Economic Development », *Gower Publishing Company Ltd*, Brookfield.

*John. K, John. T. A et Saunders. A (1994) : « Universal Banking and Firm Risk Taking », *Journal of Banking and Finance*, Vol 18, N°2, pp. 307-323.

*Johnson. S, La porta. R, Lopez-de-Silanes. F et Shleifer. A (2000) : « Tunneling », *American Economic Review*, Vol 90, N°2, pp. 22-27.

*Johnson. S, McMillan. J et Woodruff. C. M (2002) : « Property Rights and Finance », *NBER Working Paper*, N°8852.

*Johnston. B. R, Darbar. S. M, Echeverria. C (1997): « Sequencing Capital Account Liberalization: Lessons from the Experiences in Chile, Indonesia, Korea and Thailand », *IMF Working Paper*, N°157.

*Johnston. R.B et Tamirisa. N.T (1998) : « Why Do Countries Use Capital Controls ? », *IMF Working Paper*, N°181.

*Johnston. B.R et Sundararajan. V (1999) : « Sequencing Financial Sector Reforms: Country Experiences and Issues », *International Monetary Fund*, Washington.

*Jones. E. L (1981) : « The European Miracle : Environments, Economies, and Geopolitics in the History of Europe and Asia », *Cambridge University Press*, Cambridge.

*Jung. W. S (1986) : « Financial Development and Economic Growth : International Evidence », *Economic Development and Cultural Change*, Vol 34, N°2, pp. 333-346.

K

*Kahn. B et Leape. J (1997) : « South African Exchange Control Reform : An Update », *Quarterly Review*, Juillet 1997, Centre for Research into Economics and Finance in Southern Africa, London School of Economics, London.

*Kaminsky. G et Reinhart. C (1999) : « The Twin Crises : The Causes of Banking and Balance of Payments Problems », *American Economic Review*, Vol 89, N°3, pp. 473-500.

*Kaminsky. G (2004) : « International Capital Flows : A Blessing or a Curse? », *mimeo George Washington University et NBER*.

*Kaminsky. G et Schmukler. S (2008) : « Short-Run Pain, Long-Run Gain : Financial Liberalization and Stock Market Cycles », *Review of Finance*, Vol 12, N°2, pp. 253-292.

*Kasekende. L et Kitabire. D (1998) : « Capital Flows Study », *mimeo*.

*Kaufmann. D, Kraay. A et Mastruzzi. M (2006) : « Governance Matters V: Governance Indicators for 1996 to 2005 », www.worldbank.org/wbi/governance/govmatters5

*Keefer. P et Knack. S (1996) : « Does Social Capital have an Economic Payoff : A Cross Country Investigation », *mimeo, University of Maryland*.

*Keeley. M. C (1990) : « Deposit Insurance, Risk, and Market Power in Banking », *American Economic Review*, Vol 80, N°5, pp. 1183-1200.

*Keeley. M. C et Furlong. F. T (1990) : « A Reexamination of Mean-Variance Analysis of Bank Capital Regulations », *Journal of Banking and Finance*, Vol 14, N°1, pp. 69-84.

*Kekic. L (2008) : « The Economist Intelligence Unit's Index of Democracy », *The Economist*.

- *Keynes. J. M (1936) : « Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie », *Editions Bibliothèque scientifique Payot*, Paris.
- *Khan. M. S et Senhadji. A. S (2000) : « Financial Development and Economic Growth : An Overview », *IMF Working Paper*, N°209.
- *Kim. D et Santomero. A. M (1988) : « Risk in Banking and Capital Regulation », *Journal of Finance*, Vol 43, N°4, pp. 1219-1233.
- *Kim. E. H (1990) : « Financing Korean Corporations : Evidence and Theory » dans *Korean Economic Development*, Kwon J.K, New York.
- *Kim. H. E (2003) : « Institutional Development in the Korea Financial Sector Accompanying Globalization, and Its Economic Effects », *Institute for Monetary and Economic Research, The Bank of Korea*.
- *Kimeï. C, Mjema. G, Tarimo. B et Msutze. A (1997) : « Tanzania : Capital Flows Study », Papier présenté à l'EFA Workshop on Private Capital Flows and Macroeconomic Policy in Sub-Saharan Africa, Cape Town, 15 juillet 1997.
- *Kindleberger. C. P (1978) : « Manias, Panics and Crashes : a History of Financial Crises », *Macmillan Press Limited, Basics Books*, Londres et Basingstoke.
- *King. R. G et Levine. R (1993a) : « Finance and Growth : Schumpeter Might Be Right », *Quarterly Journal of Economics*, Vol 108, N°3, pp. 717-738.
- *King. R. G et Levine. R (1993b) : « Finance, Entrepreneurship and Growth : Theory and Evidence », *Journal of Monetary Economics*, Vol 32, N°3, pp. 513-542.
- *King. R. G et Levine. R (1993c) : « Financial Intermediation and Economic Development » dans Mayer. C et Vives. X (eds) : « Capital Markets and Financial Intermediation », *Cambridge University Press*, Cambridge, pp. 156-189.
- *Klein. M. W (2005) : « Capital Account Liberalization, Institutional Quality and Economic Growth : Theory and Evidence », *NBER Working Paper*, N°11112.
- *Knack. S et Zak. P. J (2001) : « Trust and Growth », *Economic Journal*, Vol 111, N°470, pp. 295-321.
- *Koehn. M et Santomero. A. M (1980) : « Regulation of Bank Capital and Portfolio Risk », *Journal of Finance*, Vol 35, N°5, pp. 1235-1250.
- *Kose. A, Prasad. E, Rogoff. K, et Wei. S-J (2003) : « Effects of Financial Globalization on Developing Countries : Some Empirical Evidence », *IMF Working Paper*, N°7.
- *Kose. A, Prasad. E, Rogoff. K et Wei. S-J (2006) : « Financial Globalization : A Reappraisal », *IMF Working Paper*, N°189.
- *Kose. M. A, Prasad. E. S et Terrones. M. E (2007) : « How Does Financial Globalization Affect Risk Sharing? Patterns and Channels », *IMF Working Paper*, N°238.

*Kpodar. K (2004) : « Le développement financier et la problématique de réduction de la pauvreté », *Etudes et Documents N°8*, Centre d'Etudes et de Recherches sur le Développement International (CERDI).

*Kpodar. K (2005) : « Manuel d'initiation à Stata (Version 8) », *Centre d'Etudes et de Recherches sur le Développement International*.

*Krueger. A (1984) : « Problems of Liberalization » dans Harberger. A (eds) : « World Economic Growth », *ICS Press*, San Francisco.

*Krugman. P (1998) : « Saving Asia : It's Time to Get Radical », *Fortune*, N° 09.

*Krugman. P (1999a) : « Pourquoi les crises durent ? », *Seuil*, Paris.

*Krugman. P (1999b) : « Balance Sheets, the Transfer Problem and Financial Crises », Papier préparé pour « The Festschrift Volume in Honor of Robert Flood ».

L

*La Porta. R, Lopez de Silanes. F, Shleifer. A et Vishny. R. W (1997a) : « Legal Determinants of External Finance », *Journal of Finance*, Vol 52, N°3, pp. 1131-1150.

*La Porta. R, Lopez de Silanes. F, Shleifer. A et Vishny. R. W (1997b) : « Trust in Large Organisations », *American Economic Review*, Vol 87, N°2, pp. 333-338.

*La Porta. R, Lopez de Silanes. F, Shleifer. A et Vishny. R. W (1998) : « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, Vol 106, N°6, pp. 1113-1155.

*La Porta. R, Lopez de Silanes. F, Shleifer. A et Vishny. R. W (1999) : « The Quality of Government », *Journal of Law, Economics and Organisation*, Vol 15, N°1, pp. 222-279.

*La Porta. R, Lopez de Silanes. F, Shleifer. A et Vishny. R. W (2000a) : « Investor Protection and Corporate Governance », *Journal of Financial Economics*, Vol 58, N°1-2, pp. 3-27.

*La Porta. R, Lopez de Silanes. F, Shleifer. A et Vishny. R. W (2000b) : « Agency Problems and Dividend Policies around the World », *Journal of Finance*, Vol 55, N°1, pp. 1-33.

*Laeven. Let Majnoni. G (2005) : « [Does Judicial Efficiency lower the Cost of Credit?](#) », *Journal of Banking and Finance*, Vol 29, N°7, pp. 1791-1812.

*Lamoreaux. N et Rosenthal. J-L (2002) : « Organizational Choice and Economic Development : A Comparison of France and the United States during the Mid-19th Century », mimeo, *University of California at Los Angeles*.

*Lane P. R et Milesi-Ferretti G. M (2006) : « The External Wealth of Nations Mark II : Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004 », *IMF Working Paper*, N°29.

*Lardy. N. R (1998) : « China's Unfinished Economic Revolution », *Brooking Institutions*, Washington DC.

*Laurent. P, Ennajar. R, Meunier. N et Seltz. V (2003) : « Sorties de capitaux : le verso de la balance des paiements », *Lettre Économique de la CDC*, N° 150.

*Leblang. D. A (1997) : « Domestic and Systematic Determinants of Capital Controls in the Developed and Developing World », *International Studies Quarterly*, N°41, pp. 435 – 454.

*Lee, J-K (2002) : « Financial Liberalization and Foreign Bank Entry in MENA », *Financial Sector Strategy and Policy*, World Bank.

*Levin. A et Lin. C. F (1992) : « Unit Root Test in Panel Data : Asymptotic and Finite Sample Properties », *University of California at San Diego Discussion Paper* 92-93.

*Levine. R (1997) : « Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda », *Journal of Economic Literature*, Vol 35, N°2, pp. 688-726.

*Levine. R (1999): « Law, Finance and Economic Growth », *Journal of Financial Intermediation*, Vol 8, N° 1-2, pp. 8-35.

*Levine. R (2002) : « Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better? », *Journal of Financial Intermediation*, Vol 11, N°4, pp. 398-428.

*Levine. R (2004) : « Finance and Growth : Theory and Evidence », *NBER Working Paper Series*, N°10766.

*Levine. R et Zervos. S (1998) : « Stock Markets, Banks and Economic Growth », *American Economic Review*, Vol 88, N°3, pp. 537-558.

*Li. K-W, Liu. T (2001) : « Financial Liberalization and Growth in China's Economic Reform », *The World Economy*, Vol 24, N°5, pp. 673-687.

*Linton. K (2006) : « Access to Capital in China : Competitive Conditions for Foreign and Domestic Firms », *Journal of International Commerce and Economics*, Décembre 2006.

*Little. I, Scitovsky. T et Scott. M (1970) : « Industry and Trade in Some Developing Countries : A Comparative Study », *Oxford University Press*, Oxford.

*Lucas. R. E (1988) : « On the Mechanics of Economic Development », *Journal of Monetary Economics*, Vol 22, N°1, pp. 3–42.

*Luintel K. B et Khan. M (1999) : « A Quantitative Reassessment of the Finance-Growth Nexus : Evidence from a Multivariate VAR », *Journal of Development Economics*, Vol 60, N°2, pp. 381-405.

M

*Maddala. G. S et Wu. S (1999) : « A Comparative Study of Unit Root Tests with Panel Data and a New Simple Test », *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Numéro spécial.

*Mahoney. P (2001) : « The Common Law and Economic Growth : Hayek Might be Right », *Journal of Legal Studies*, Vol 30, N°2, pp. 503-525.

- *Marx. K (1872) : « Das Kapital », *Lawrence & Wishart (1974)*, London.
- *Mathieson. D. J et Rojas-Suarez. L (1993) : « Liberalization of the Capital Account : Experiences and Issues », *IMF Occasional Paper*, N° 103.
- *Mattesini. F (1996) : « Interest Rate Spreads and Endogenous Growth », *Economic Notes*, Vol 25, N°1, pp. 111-129.
- *Mauri. A (2000) : « Informal Finance in Developing Countries », *UNIMI Economics Working Paper*, N°9.
- *Mavrotas. G et Son. S. I (2004) : « Financial Sector Development and Growth : Re-examining the Nexus », <http://dspace.uniroma2.it/dspace/bitstream/2108/105/1/Mavrotas.pdf>.
- *McKinnon. R. I (1973) : « Money and Capital in Economic Development », *The Brookings Institution*, Washington. D. C.
- *McKinnon. R. I (1982) : « The Order of Economic Liberalization : Lessons from Chile and Argentina » dans Brunner. K et Meltzer. A (eds) : « Economic Policy in a World of Change », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, *North Holland*, Amsterdam, P : 159-186.
- *McKinnon. R. I (1991) : « The Order of Economic Liberalization : Financial Control in the Transition to a Market Economy », *Johns Hopkins University Press*, Baltimore.
- *McKinnon. R.I et Pill. H (1997) : « Credible Economic Liberalizations and Overborrowing », *American Economic Review*, Vol 87, N°2, pp. 189-193.
- *McNeill. W. H (1963) : « The Rise of the West : A History of the Human Community » *University of Chicago Press*, Chicago.
- *Merryman. J. H (1985) : « The Civil Law Tradition : An Introduction to the Legals Systems of Western Europe and Latin America », *Stanford University Press*.
- *Michealy. M (1986) : « The Timing and Sequencing of a Trade Liberalization Policy » dans Choksi. A et Papageorgiou. D (eds) : « Economic Liberalization in Developing Countries », *Basil Blackwell*, London, pp. 41-59.
- *Mina. M. W (2002) : « Contract Enforcement, Institutional Stability, and the Level and Maturity of International Debt », *Global Development Network (GDN)*.
- *Minda. A (2001) : « Le contrôle sélectif des entrées de capitaux : les leçons de l'expérience chilienne », *Revue d'économie du développement*, N°4.
- *Minsky. H. P (1982) : « The Financial Instability Hypothesis : Capitalism Processes and the Behavior of the Economy », dans Kindelberger. C. P et Laffargue. J-P (eds) : « Financial Crisis Theory, History and Policy », *Cambridge University Press*.

*Mishkin. F (1996) : « Understanding Financial Crises : A Developing Country Perspective », *NBER Working Paper*, N°5600.

*Mishkin. F. S (2003) : « Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries » dans Feldstein. M (eds) : « Economic and Financial Crises in Emerging Market Countries », *University of Chicago Press*, Chicago, pp. 93–130.

*Mishkin. F (2006) : « Is Financial Globalization Beneficial », *NBER Working Paper*, N°11191.

*Mishkin. F (2007) : « Globalization and Financial Development », *New Perspectives on Financial Globalization Conference, International Monetary Fund*, Washington D.C.

*Mo. J et Myers. R (1993) : « Shaping a New Economic Relationship : The Republic of Korea and the United States », *Hoover Institution Press*, Stanford.

*Montiel. P et Reinhart. C (1999) : « Do Capital Controls and Macroeconomic Policies influence the Volume and Composition of Capital Flows? Evidence from the 1990s », *Journal of International Money and Finance*, Vol 18, N°4, pp. 619-635.

*Musacchio. A (2007) : « Law, Politics, and Finance : Creditor Rights, Contract Enforcement, and the Rise and Decline of Bond Markets in Brazil, 1850-2002 » dans Haber. S, North. D et Weingast. B. R (eds) : « The Politics of Financial Development », *Stanford University Press*, Palo Alto.

N

*Nabi. M. S et Suliman. O (2008) : « Institutional Environment and the Bank-Growth Nexus », [MPRA Paper](#), N°11854.

*Noland. M (2005) : « South Korea's Experience with International Capital Flows », *Institute for International Economics Working Paper Series*, N°4.

*North. D et Weingast. B (1989) : « Constitutions and Commitment : The Evolution of Institutions Governing Public Choice in Seventeenth-century England », *Journal of Economic History*, Vol 49, N°4, pp. 803-832.

*North. D. C (1990) : « Institutions, Institutional Change and Economic Performance », *Cambridge University Press*, Cambridge.

*Nsouli. S. M, Rached. M et Funke. N (2002) : « The Speed of Adjustment and the Sequencing of Economic Reforms: Issues and Guidelines for Policymakers », *IMF Working Papers*, N°132.

O

*Obstfeld. M et Rogoff. K (1996) : « Foundations of International Macroeconomics », *MIT Press*, Cambridge.

*Obstfeld. M et Rogoff. K (2000) : « The Six Major Puzzles in International Macroeconomics : Is There a Common Cause? », *NBER Working Papers*, N° 7777.

*Odedokun. M. O (1996) : « Alternative Econometric Approaches for Analysing the Role of the Financial Sector in Economic Growth : Time Series Evidence from LDCs », *Journal of Development Economics*, Vol 50, N°1, pp. 119-146.

*Olson. M (1993) : « Dictatorship, Democracy and Development », *American Political Science Review*, Vol 87, N°3, pp. 567-576.

P

*Pagano. M (1993): « Financial Markets and Growth: An Overview », *European Economic Review*, Vol 37, N°2-3, pp. 613-622.

*Pagano. M et Volpin. P (2001) : « The Political Economy of Finance », *Oxford Review of Economic Policy*, Vol 17, N°4, pp. 502–519.

*Park. Won-am (2000) : « Korea's Management of Capital Flows in the 1990's » dans Griffith-Jones. S, Montes. M.F et Nasution. A (eds) : « Short-Term Capital Flows and Economic Crisis », *Oxford University Press*, Wider.

*Patrick. H (1966) : « Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries », *Economic Development Cultural Change*, Vol 14, N°1, pp. 174-189.

*Pesaran. H. M (2003) : « A Simple Panel Unit Root Test in the Presence of Cross Section Dependence », mimeo, *University of Southern California*.

*Phillips. A. W (1958) : « The Relationship between Unemployment and the Rate of Change of Money Wages in the United Kingdom 1861-1957 », *Economica*, Vol 25, N°100, pp. 283–299.

*Pigou. A. C (1938) : « The Economics of Welfare », *MacMillan and Co*, 4ème édition, London.

*Plihon. D (2003) : « Le nouveau capitalisme », *Editions La Découverte*, Paris.

*Plihon. D (2006) : « Instabilité financière et risque systémique : l'insuffisance du contrôle macroprudentiel », *Cahiers français*, N°331, pp. 85-90.

*Plihon. D, Couppey-Soubeyran. J et Saïdane. D (2006) : « Les banques, acteurs de la globalisation financière », *La documentation française*, Paris.

*Pong Wong. K (1997) : « On the Determinants of Bank Interest Margins under Credit and Interest Rate Risks », *Journal of Banking and Finance*, Vol 21, N°2, pp. 251-271.

*Pound. J (1991) : « Proxy Voting and the SEC », *Journal of Financial Economics*, Vol 29, N°2, pp. 241–285.

*Prasad. E et Rajan. R (2008) : « A Pragmatic Approach to Capital Account Liberalization », *Journal of Economic Perspectives*, Vol 22, N°3, pp. 149-172.

*Putnam. R (1993) : « Making Democracy Work : Civic Traditions in Modern Italy », *Princeton University Press*, Princeton.

Q

*Quintyn. M et Taylor. M (2002) : « Regulatory and Supervisory Independence and Financial Stability », *IMF Working Paper*, N°46.

R

*Radelet. S et Sachs. J (1998) : « The East Asian Financial Crisis : Diagnosis, Remedies, Prospects », *Harvard Institute for International Development*.

*Rajan. R. G et Zingales. L (1998) : « Financial Dependence and Growth », *Chicago University and NBER*.

*Rajan. R. G et Zingales. L (2003a) : « The Great Reversals : The Politics of Financial Development in the 20th Century », *Journal of Financial Economics*, Vol 69, N°1, pp. 5-50.

*Rajan. R. G et Zingales. L (2003b) : « Saving Capitalism from the Capitalists : Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity », *Crown Business*, New York.

*Ram. R (1999) : « Financial Development and Economic Growth », *The Journal of Development Studies*, Vol 35, N°4, pp. 164-174.

*Razin. A et Sadka. E (1991) : « Efficient Investment Incentives in the Presence of Capital Flight », *Journal of International Economics*, Vol 31, N°1-2, pp. 171-181.

*Reserve Bank of India (1997) : « Report of the Committee on Capital Account Convertibility », Mumbai.

*Rey. H (2004) : « Qu'est ce que la globalisation », Université de tous les savoirs, sous la direction de Michaud. Y, *Editions Odile Jacob*, Paris.

*Ricardo. D (1817) : « On the Principles of Political Economy and Taxation », *John Murray*, 3^{ème} Edition, London.

*Robinson. J (1952) : « The Generalisation of the General Theory » dans « The Rate of Interest and Other Essays », *Macmillan*, London.

*Rochet. J-C (2003) : « Réglementation prudentielle et discipline de marché », *Revue Française d'Économie Financière*, N° 73, pp. 201-212.

*Rodrik. D (2008) : « Nations et mondialisation », *Editions la découverte*, Paris.

*Roe. M. J (1994) : « Strong Managers Weak Owners : The Political Roots of American Corporate Finance », *Princeton University Press*, Princeton.

*Roubini. N et Sala-i-Martin. X (1992) : « Financial Repression and Economic Growth », *Journal of Development Economics*, Vol 39, N°1, pp. 5-30.

*Rousseau. P. L et Wachtel. P (1998) : « Financial Intermediation and Economic Performance : Historical Evidence from Five Industrialized Countries », *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol 30, N°4, pp. 657-678.

*Rubin. P. H (1982) : « Common Law and Statute Law », *Journal of Legal Studies*, Vol 11, N°2, pp. 205–233.

*Ruimy. M (2006) : « Panorama du système financier : La régulation financière », *Cahiers français*, N°331, pp. 34-39.

S

*Saïdane. D (2002) : « Systèmes financiers et transition : Où en est-on ? », *Revue d'études comparatives Est-Ouest*, Vol 33, N°4, pp. 5-46.

*Santos. J. A. C (2001) : « Bank Capital Regulation in Contemporary Banking Theory : A Review of the Literature », *Financial Markets, Institutions and Instruments*, Vol 10, N°2, pp. 41-84.

*Sarno. L, Taylor. M (1999) : « Hot Money, Accounting Labels and the Permanence of Capital Flows to Developing Countries : An Empirical Investigation », *Journal of Development Economics*, Vol 59, N°2, pp. 337-364.

*Saunders. A (1985) : « Conflicts of Interest : An Economic View » dans Walter. I (eds) : « Deregulating Wall Street : Commercial Bank Penetration of the Corporate Securities Market », *John Wiley & Sons*, New York, pp. 207-230.

*Schneider. B (2001) : « Issues in Capital Account Convertibility in Developing Countries », *Development Policy Review*, Vol 19, N°1, pp. 31-82.

*Serven. L et Solimano. A (1994) : « Striving for Growth after Adjustment : The Role of Capital Formation », *The World Bank*.

*Shan. J et Qi. J (2006) : « Does Financial Development « lead » Economic Growth ? The Case of China », *Annals of Economics and Finance*, Vol 1, N°2, pp. 231-250.

*Shaw. E. S (1973) : « Financial Deepening in Economic Development », *Oxford University Press*, New York.

*Shleifer. A (1994) : « Establishing Property Rights », *Proceedings of the Annual Conference on Development Economics*, World Bank.

*Shleifer. A et Boycko. M (1994) : « Six Major Challenges » dans Lieberman. I. W et Nellis. J (eds) : « Efficient Markets », *World Bank*, Washington D. C.

- *Shleifer. A et Vishny. R (1994) : « Politicians and Firms », *Quarterly Journal of Economics*, Vol 109, N°4, pp. 995-1025.
- *Shleifer. A et Vishny. R (1998) : « The Grabbing Hand : Government Pathologies and their Cures », *Harvard University Press*, Cambridge.
- *Shleifer. A, Glaeser. E et Scheinkman. J (1995) : « Economic Growth in a Cross-Section of Cities », *Journal of Monetary Economics*, Vol 36, N°1, pp. 117-144.
- *Shleifer. A, Boycko.M et Vishny. R (1996) : « A Theory of Privatisation », *Economic Journal*, Vol 106, N°435, pp. 309-319.
- *Schumpeter. J. A (1911) : « Théorie de l'évolution économique, recherche sur le profit, l'intérêt et le cycle de conjoncture », *Payot (traduction française 1934)*, Paris.
- *Siroen. J. M (2008) : « Une mondialisation financière en crise », *Journée d'études : Les syndicats et les fonds de pension dans la mondialisation : solidarité ou risque*, Ecoles des Hautes Etudes en Sciences Sociales.
- *Smith. A (1776) : « Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations », *Gallimard (édition 1976)*, Paris.
- *Statistiques de la Banque Mondiale (2002).
- *Stigler. G (1971) : « The Theory of Economic Regulation », *Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol 2, N°1, pp. 3-21.
- *Stiglitz. J. E et Weiss. A (1981) : « Credit Rationing in Market with Imperfect Information », *American Economic Review*, Vol 71, N°3, pp. 393-410.
- *Stiglitz. J. E (1989) : « Markets, Market Failure and Development », *American Economic Review*, Vol 79, N°2, pp. 197-203.
- *Stiglitz. J. E (1994) : « The Role of the State in Financial Markets » dans Bruno. M (eds) *Proceedings of The World Bank Conference on Development Economics*, Washington D. C.
- *Stiglitz. J. E (1999) : « Road to Recovery : Restoring Growth to the Region could be along and Difficult Process », *Asiaweek*, juillet 17.
- *Stiglitz. J. E (2002) : « La grande désillusion », *Editions Fayard*, Paris.
- *Stiglitz. J. E (2005) : « Finance for Development », dans Ayogu. M et Ross. D (eds) : « Development Dilemmas : The Methods and Political Ethics of Growth Policy », *Taylor and Francis Inc*, Routledge.
- *Stulz. R et Williamson. R (2003) : « Culture, Openness, and Finance », *Journal of Financial Economics*, Vol 70, N°3, pp. 313-349.

T

*Tarapore. S (1998) : « An Indian Approach to Capital Account Convertibility » dans P. Kenen (eds) : « Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility? », *Princeton Essays in International Finance*, N°207, *Princeton University Press*, Princeton, pp. 66-75.

*Taylor. L (1983) : « Structuralist Macroeconomics : Applicable Models for the Third World », *Basic Books*, New York.

*Thiel. M (2001) : « Finance and Economic Growth : A Review of Theory and available Evidence », *European Union, Directorate General for Economic and Financial Affairs*, N°158.

*Tobin. J (1978) : « A Proposal for International Monetary Reform », *Eastern Economic Journal*, Vol 4, N°3-4, pp. 153-159.

*Tornell. A (1990) : « Real Vs Financial Investment, Can Tobin Taxes Eliminate the Irreversibility Distortion », *Journal of Development Economics*, Vol 32, N°2, pp. 419-444.

*Tornell. A, Westermann. F et Martinez. L (2004) : « The Positive Link between Financial Liberalization, Growth, and Crises », *NBER Working Paper Series*, N°10293.

*Trabelsi. M (2002) : « Finance and growth : Empirical Evidence from Developing Countries, 1960-1990 », Université de Montréal, *Cahiers du Centre de Recherche et Développement en Economie (CRDE)*, N°13.

*Tsai. K (2002) : « Back-Alley Banking : Private Entrepreneurs in China », *Cornell University Press*, Ithaca.

*Turunç. G (1999) : « Développement du secteur financier et croissance : le cas des pays émergents méditerranéens », *Revue Région et Développement*, N°10.

V

*Van Wijnbergen. S (1983a) : « Credit Policy, Inflation, and Growth in a Financially Repressed Economy », *Journal of Development Economics*, Vol 13, N°1-2, pp. 45-65.

*Van Wijnbergen. S (1983b) : « Interest Rate Management in LDC's », *Journal of Monetary Economics*, Vol 12, N°3, pp. 433-452.

*Van Wijnbergen. S (1985) : « Macroeconomic Effects of Changes in Bank Rates : Simulation Results for South Korea », *Journal of Development Economics*, Vol 18, N°2-3, pp. 541-554.

*Varghese. A (2005) : « Bank-Moneylender Linkage as an Alternative to Bank Competition in Rural Credit Markets », *Oxford Economic Papers*, Vol 57, N°2, pp. 315-335.

*Venet. B (1994) : « Libéralisation financière et développement économique : Revue critique de la littérature », http://www.dauphine.fr/eurisco/eur_wp/Nice2.pdf

W

*Wachtel. P (2001) : « Growth and Finance : What do we know and How do we know it », *International Finance*, Vol 4, N°3, pp. 335-362.

*Wang. E. C (1999) : « A Production Function Approach for Analyzing the Finance-Growth Nexus The Evidence From Taiwan », *Journal of Asian Economics*, Vol 10, N°2, pp. 319-328.

*Wei. S-J (2000) : « Local corruption and global capital flows », *Brookings Papers on Economic Activity*, N°2, pp. 303-354.

*Wenjun. L (2004) : « Capital Account Liberalization in China », *The Chinese Economy*, Vol 37, N°1, pp. 85-116.

*World Bank (1989) : « World Development Report 1989 », *Oxford University Press*, New York.

*World Bank (2001) : « Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World », *World Bank and Oxford University Press*, Oxford.

Y

*Yoo. J-H (1994) : « South Korea's Manufactured Exports and Industrial Targeting Policy » dans Yang. S-C (eds) : « Manufactured Exports of East Asian Industrializing Economies », New York.

*Yoo. S-M (1999) : « Corporate Restructuring in Korea », *Joint US-Korea Academic Studies* 9.

*Young. C (1994) : « The African Colonial State in Comparative Perspective », *Yale University Press*, New Haven.

Z

*Zweigert. K et Kotz. H (1998) : « Introduction to Comparative Law », *Oxford University Press*.

Sites WEB

www.nationmaster.com

<http://www.prsgroup.com/icrg/icrg.html>

Table des tableaux

Chapitre II :

Tableau II. 1. Les marges bancaires

Tableau II. 2. Le ratio de la valeur des émissions des obligations étatiques par rapport au PIB

Tableau II. 3. Le ratio de la valeur des émissions des obligations privées par rapport au PIB

Tableau II. 4. Notation des risques de crédit pour les pays méditerranéens (2003)

Tableau II. 5. Classement des PSM en fonction d'un indice exhaustif de développement financier

Tableau II. 6. Indice de développement financier 2002-2003 pour les PSM

Tableau II. 7. Variables institutionnelles pour les PSM sur la période 1982-2005

Tableau II. 8. Indice institutionnel d'ensemble sur la base des données de l'ICRG

Tableau II. 9. Classement des PSM en fonction de l'indice d'ensemble de l'ICRG

Tableau II. 10. Classement des PSM en fonction de l'indice de développement financier

Tableau II. 11. Grille d'analyse structurant le questionnaire de la base « Profils institutionnels »

Tableau II. 12. Moyenne des indices des droits politiques et libertés civiles

Tableau II. 13. Moyenne des indices de la sécurité des transactions et des contrats

Tableau II. 14. Moyenne des indices de la régulation financière et de la gouvernance bancaire

Chapitre III :

Tableau III. 1. Les différents critères de la libéralisation financière

Tableau III. 2. Les volets micro et macro de la régulation prudentielle

Chapitre IV :

Tableau IV. 1. La chronologie du programme de libéralisation financière totale en Corée à partir des années 1980

Tableau IV. 2. La productivité des quatre principales banques commerciales dans les pays développés

Tableau IV. 3. Le taux d'acceptation selon le code de libéralisation de l'OCDE

Tableau IV. 4. La comparaison entre les expériences des deux pays

Chapitre V :

Tableau V. 1. Les résultats de l'étude de L. Guiso et *al.* (2000) sur la relation entre le capital social et l'approfondissement financier en Italie

Tableau V. 2. Synthèse des travaux empiriques sur le lien entre le développement institutionnel et le développement financier

Chapitre VI :

Tableau VI. 1. Test de colinéarité pour l'équation (1)

Tableau VI. 2. Test de colinéarité pour l'équation (2)

Tableau VI. 3. Test de colinéarité pour l'équation (3)

Tableau VI. 4. Test de colinéarité pour l'équation (4)

Tableau. VI. 5. Relation entre le développement financier, l'ouverture financière et le développement institutionnel et légal

Tableau. VI. 6. Calcul de la moyenne du développement institutionnel et comparaison avec le niveau seuil

Tableau VI. 7. Calcul de la moyenne du développement institutionnel et comparaison avec le niveau seuil par H. Ito (2005)

Tableau. VI. 8. Relation entre le développement financier, l'ouverture financière et les composantes du développement institutionnel (ENFORCE, PROPERTY et TRUST)

Tableau. VI. 9. Calcul de la moyenne du développement institutionnel (ENFORCE, PROPERTY et TRUST) et comparaison avec le niveau seuil

Tableau. V. 10. Etude de la relation inverse entre le développement financier et l'ouverture financière

Tableau. VI. 11. Les déterminants de l'ouverture du compte capital et de l'ouverture commerciale

Tableau VI. 12. Le lien entre le développement institutionnel, la régulation bancaire et le développement bancaire

Tableau VI. 13. Le lien entre le développement bancaire et le développement économique

Tableau VI. 14. L'estimation des deux modèles par la méthode des équations simultanées

Table des graphiques

Chapitre II :

Graphique II. 1. Le ratio M_2 par rapport au PIB

Graphique II. 2. Le ratio M_1 par rapport à M_2

Graphique II. 3. Les crédits domestiques par rapport au PIB

Graphique II. 4. Les marges bancaires

Graphique II. 5. La part des actifs des banques commerciales par rapport au PIB

Graphique II. 6. La part des actifs bancaires par type et en % des actifs totaux (2004)

Graphique II. 7. La part des prêts non performants par rapport à l'ensemble des prêts distribués

Graphique II. 8. La part des demandes de dépôts dans le passif bancaire

Graphique II. 9. Le ratio des passifs bancaires liquides par rapport au PIB

Graphique II. 10. La structure de propriété des banques commerciales, par nombre de banques

Graphique II. 11. La structure de propriété des banques commerciales

Graphique II. 12. Le ratio de la capitalisation boursière par rapport au PIB

Graphique II. 13. Le ratio de la valeur des actions échangées par rapport au PIB

Graphique II. 14. Le ratio du turnover boursier (le ratio de rotation des actions)

Graphique II. 15. Comparaison des niveaux de développement financier selon l'indice d'ensemble de Creane. S et *al.* (2007)

Chapitre IV :

Graphique IV. 1. L'épargne et l'investissement en Corée 1960-2003

Graphique IV. 2. La composition des flux de capitaux entrants entre 1962-1963

Graphique IV. 3. Les taux d'intérêt réels

Chapitre VI :

Graphique VI. 1. Niveau de l'indice INS par rapport au seuil calculé

Graphique VI. 2. Niveau de l'indice ENFORCE par rapport au seuil calculé

Graphique VI. 3. Evolution de l'indice PROPERTY par rapport au seuil calculé

Graphique VI. 4. Niveau de l'indice PROPERTY par rapport au seuil calculé

Graphique VI. 5. Niveau de l'indice TRUST par rapport au seuil calculé

Table des schémas

Chapitre I :

Schéma I. 1. Une approche théorique de la finance et de la croissance

Schéma I. 2. La différence entre la vision traditionnelle et la nouvelle perspective de la relation entre l'ouverture financière internationale et la croissance

Schéma I. 3. L'approche des seuils de développement

Chapitre III :

Schéma III. 1. Les étapes de la libéralisation financière

Schéma III. 2. Les conditions de la supervision bancaire

Schéma III. 3. La réglementation préventive et la réglementation curative

Table des matières

| | |
|---|-----------|
| <i>Remerciements</i> | 3 |
| <i>Sommaire</i> | 5 |
| <i>Introduction générale</i> | 5 |
| Chapitre I | 16 |
| <i>L'importance du développement financier dans la croissance économique ...</i> | 16 |
| I. Les contributions du développement financier à la croissance économique | 17 |
| I.1. La notion de développement financier | 19 |
| I.1.1. Définition de la notion de développement financier..... | 20 |
| I.1.2. La notion de concurrence dans la définition du développement financier | 22 |
| I.2. L'approche théorique de l'interaction entre le développement financier et le développement économique | 27 |
| I.2.1. La facilitation de l'affectation de l'épargne aux firmes..... | 28 |
| I.2.2. L'amélioration de l'allocation du capital..... | 28 |
| I.2.3. L'incidence sur le taux d'épargne privé..... | 29 |
| I.2.4. L'approche fonctionnelle de l'intermédiation financière | 29 |
| a. <i>La diversification du risque</i> | 31 |
| b. <i>La collecte de l'information sur les investissements et l'allocation des ressources</i> | 32 |
| c. <i>Le contrôle des managers et la mise en place d'une supervision de l'entreprise</i> | 33 |
| d. <i>La mobilisation de l'épargne</i> | 33 |
| e. <i>La facilitation des échanges</i> | 34 |
| I.2.5. La double causalité entre le développement financier et la croissance économique | 34 |
| I.2.6. Les canaux de transmission du développement financier à la croissance économique | 36 |
| a. <i>Les choix technologiques</i> | 37 |
| b. <i>Les politiques du gouvernement</i> | 37 |
| c. <i>Le changement des habitudes des opérateurs économiques et l'amélioration de la productivité des investissements</i> | 38 |
| d. <i>La liquidité des marchés financiers</i> | 41 |
| I.3. Les contributions du développement financier à la croissance économique : revue de littérature empirique | 42 |
| II. Les contributions du développement financier à la croissance économique : les théories critiquant la nécessité de la libéralisation financière | 50 |
| II.1. Les principales critiques adressées à la théorie de la libéralisation financière | 50 |
| II.1.1. L'imperfection des marchés de crédits | 51 |
| II.1.2. Les risques encourus par une hausse des taux d'intérêt | 52 |
| II.1.3. L'apport de l'école néostructuraliste | 54 |
| a. <i>L'inexistence du secteur financier informel</i> | 54 |
| b. <i>L'exclusion de l'intervention gouvernementale</i> | 58 |
| II.2. La relation entre la finance et le développement dans un cadre de mobilité internationale des capitaux : une nouvelle vision..... | 60 |
| II.2.1. Les avantages directs de l'ouverture financière internationale | 60 |
| a. <i>Investissement et baisse du coût du capital</i> | 61 |
| b. <i>La diversification du risque</i> | 61 |
| c. <i>La promotion du transfert managérial et technologique</i> | 62 |

| | |
|--|------------|
| II.2.2. Les avantages indirects de l'ouverture financière internationale | 63 |
| II.2.3. Les inconvénients de l'ouverture financière internationale..... | 65 |
| a. <i>Les crises financières</i> | 65 |
| b. <i>La contagion bancaire</i> | 67 |
| c. <i>Evasion fiscale et blanchiment d'argent</i> | 67 |
| II.2.4. L'approche des seuils de développement | 68 |
| Conclusion | 70 |
| Chapitre II | 71 |
| <i>Le développement financier dans les pays de la rive sud de la Méditerranée</i> . | 71 |
| I. Evaluation des agrégats monétaires et des taux d'intérêt | 71 |
| I.1. Le taux de liquidité de l'économie | 72 |
| I.2. Le ratio M_1 par rapport à M_2 | 73 |
| I.3. Les crédits domestiques par rapport au PIB..... | 75 |
| I.4. Les taux d'intérêt..... | 77 |
| II. Les secteurs bancaire et non bancaire | 79 |
| II.1. Les actifs et les passifs bancaires | 79 |
| II.1.1. Les actifs bancaires..... | 79 |
| II.1.2. Les passifs bancaires | 82 |
| II.2. La structure de propriété des banques..... | 84 |
| II.3. Le système financier non bancaire..... | 87 |
| II.3.1. Les marchés de capitaux..... | 87 |
| II.3.2. Les marchés des obligations étatiques et privées | 90 |
| III. La qualité de l'environnement politique et institutionnel | 91 |
| III.1. La base de l'International Country Risk Guide (ICRG)..... | 96 |
| III.2. La base des profils institutionnels | 99 |
| III. 2. 1. Droits politiques et libertés civiles | 100 |
| III. 2. 2. La sécurité des transactions et des contrats..... | 102 |
| II. 2. 3. Régulation financière et gouvernance bancaire..... | 103 |
| Conclusion | 105 |
| Chapitre III | 106 |
| <i>Le gradualisme et la régulation financière comme stratégies de développement financier</i> | 106 |
| I. Le gradualisme dans le processus de libéralisation financière totale | 108 |
| I.1. La distinction entre la libéralisation financière interne et la libéralisation financière externe | 110 |
| I.1.1. La libéralisation financière domestique | 110 |
| I.1.2. La libéralisation du compte capital | 112 |
| I.1.3. La distinction entre les flux de capitaux de long terme et les flux de capitaux de court terme..... | 116 |
| I.2. Les réformes nécessaires et les politiques préalables à la libéralisation financière .. | 119 |
| I.2.1. L'ouverture séquencée du compte courant et du compte capital | 120 |
| I.2.2. Les conditions nécessaires à une libéralisation ordonnée du compte capital | 121 |
| I.3. La régulation et la supervision du système financier | 122 |
| I.3.1. La définition de la régulation financière | 123 |
| I.3.2. Les motifs de la régulation financière..... | 123 |

| | |
|---|------------|
| a. <i>L'asymétrie d'information</i> | 124 |
| b. <i>Les externalités négatives</i> | 124 |
| I.3.3. <i>L'architecture des systèmes de régulation</i> | 127 |
| II. Les pratiques de la régulation financière et des contrôles de capitaux | 130 |
| II.1. <i>La mise en application de la régulation financière</i> | 130 |
| II.1.1. <i>La place de l'Etat dans la régulation financière</i> | 131 |
| a. <i>L'approche privée de la régulation financière</i> | 131 |
| b. <i>L'approche interventionniste de la régulation financière</i> | 132 |
| c. <i>L'approche de l'indépendance des agences de supervision</i> | 134 |
| II.1.2. <i>Les restrictions sur les activités bancaires et sur les liens entre la banque et les entreprises</i> | 137 |
| II.1.3. <i>La régulation sur l'entrée des banques</i> | 138 |
| II.1.4. <i>La régulation par l'établissement de l'assurance sur les dépôts bancaires</i> | 139 |
| II.1.5. <i>La régulation sur les exigences en matière d'adéquation des capitaux propres</i> | 142 |
| II. 2. <i>La pratique des contrôles de capitaux</i> | 145 |
| II.2.1. <i>La limitation des flux de capitaux de court terme volatils</i> | 148 |
| II.2.5. <i>La protection des marchés financiers émergents</i> | 153 |
| II.2.6. <i>Le maintien d'une base de taxation domestique</i> | 154 |
| Conclusion | 157 |
| Chapitre IV | 158 |
| Deux expériences de régulation financière : la Corée et la Chine | 158 |
| I. L'expérience coréenne de libéralisation financière | 158 |
| I.1. <i>Présentation du contexte politique et économique avant la mise en place des contrôles de capitaux</i> | 160 |
| I.2. <i>La primauté du financement domestique dans le système financier coréen d'avant la libéralisation financière</i> | 164 |
| I.3. <i>L'expérience de libéralisation du compte capital et du secteur financier des années quatre-vingt-dix en Corée</i> | 166 |
| I.3.1 <i>Présentation de l'expérience coréenne des contrôles de capitaux</i> | 168 |
| I.3.2. <i>Les réformes concernant les institutions financières bancaires et non bancaires</i> | 170 |
| I.3.3 <i>La libéralisation du compte capital</i> | 174 |
| I.4. <i>L'expérience d'assainissement de l'environnement macroéconomique et du renforcement de la réglementation prudentielle</i> | 176 |
| I.4.1. <i>L'établissement d'un environnement macroéconomique stable</i> | 176 |
| a. <i>Indépendance de la Banque centrale</i> | 176 |
| b. <i>La politique fiscale</i> | 177 |
| c. <i>Le régime de change</i> | 177 |
| I.4.2. <i>Amélioration de la transparence des institutions financières</i> | 177 |
| I.4.3. <i>La mise en place d'un système de réglementation prudentielle</i> | 179 |
| a. <i>Le renforcement de la régulation prudentielle</i> | 179 |
| b. <i>L'adoption du système des mesures correctives (Prompt Corrective Action)</i> | 180 |
| I.5. <i>Les causes et manifestations de la crise coréenne de 1997</i> | 181 |
| I.5.1. <i>Les manifestations de la crise</i> | 181 |
| I.5.2 <i>Les causes de la crise</i> | 183 |
| a. <i>L'inadéquation des réformes financières</i> | 184 |
| b. <i>L'incompatibilité de la forme de corporate governance asiatique avec l'apport des capitaux externes</i> | 185 |
| II. L'expérience chinoise d'ouverture financière | 186 |

| | |
|---|------------|
| II.1. Le paysage économique et financier chinois d'avant les réformes..... | 186 |
| II.2. Présentation des réformes entreprises en Chine après 1978 | 188 |
| II.2.1. Les réformes des entreprises d'Etat chinoises | 188 |
| II.2.2. L'émergence du secteur privé..... | 189 |
| II.2.3. La réforme de la politique budgétaire..... | 190 |
| II.2.4. La restructuration financière..... | 191 |
| a. La réforme du secteur bancaire..... | 192 |
| b. La création des marchés de capitaux | 193 |
| II.2.5. Les réformes politiques | 194 |
| II.3 Analyse des raisons du succès de l'expérience chinoise | 196 |
| II.3.1. Le gradualisme dans la dérégulation financière en Chine | 197 |
| a. La levée des restrictions sur les IDE | 197 |
| b. Le contrôle de l'afflux des capitaux sur les marchés financiers chinois | 198 |
| c. Le contrôle de la taille et de l'échéance des prêts étrangers | 199 |
| II.3.2. Le paradoxe chinois..... | 201 |
| a. Les sources de financement informelles | 201 |
| b. Une structure institutionnelle informelle..... | 202 |
| c. Les fondements des structures informelles de gouvernance d'entreprise et de financement en Chine | 203 |
| Conclusion | 204 |
| Chapitre V | 209 |
| <i>Le lien entre le développement institutionnel et le développement financier</i> | 209 |
| I. Présentation des théories liant le cadre légal au développement financier..... | 211 |
| I.1. La théorie de la loi et la finance | 211 |
| I.1.1. Le canal politique de la théorie de la loi et de la finance..... | 213 |
| a. L'origine historique..... | 214 |
| b. Le canal politique..... | 216 |
| I.1.2. Le canal de la flexibilité du droit | 217 |
| a. L'origine historique..... | 217 |
| b. L'optique dynamique de la théorie de la loi et de la finance | 219 |
| I.1.3. Les critiques formulées à l'égard de la théorie de la loi et de la finance | 221 |
| I.2. Les structures politiques et le développement financier | 225 |
| I.3. Les dotations naturelles et le développement financier | 228 |
| II. L'importance du capital social dans le développement financier | 231 |
| II.1. Définition du capital social | 232 |
| II.2. L'effet du capital social sur le développement financier | 233 |
| II.2.1 Le capital social et l'allocation du portefeuille | 237 |
| II.2.2. Le capital social et le recours aux chèques bancaires..... | 238 |
| II.2.3. Le capital social et l'activité de prêt | 238 |
| II.3. Revue de littérature sur les travaux empiriques liant le développement financier au développement institutionnel et au capital social. | 240 |
| Conclusion | 244 |
| Chapitre VI | 246 |
| <i>Etude économétrique des déterminants du développement financier dans un cadre de mondialisation financière, et son incidence sur la croissance économique</i> | 246 |
| I. Etude de la relation entre le développement financier, l'ouverture financière et le | |

| | |
|---|------------|
| développement institutionnel | 247 |
| I.1. Présentation des modèles de base à estimer | 247 |
| I.1.1. La présentation des variables des modèles | 249 |
| I.1.2. Les tests économétriques | 254 |
| a. <i>Les tests de stationnarité</i> | 255 |
| b. <i>Les tests de colinéarité</i> | 256 |
| c. <i>Les tests de causalité</i> | 258 |
| d. <i>Les tests d'endogénéité</i> | 258 |
| e. <i>Les tests de Hausman</i> | 259 |
| h. <i>Le test de normalité des résidus</i> | 260 |
| I.1.3. La méthode économétrique..... | 260 |
| I.2. Présentation et interprétation des résultats de l'estimation | 261 |
| I.3. Effets des différents aspects du développement institutionnel sur le développement financier | 266 |
| I.4. Etude de la relation inverse entre l'ouverture financière et le développement financier | 273 |
| I.5. L'importance du sequencing | 276 |
| | |
| II. La relation entre le développement institutionnel, la régulation bancaire et le développement bancaire | 280 |
| II. 1. Présentation des modèles à estimer..... | 281 |
| II.1.1. Le lien entre le développement bancaire et le développement institutionnel après contrôle de la régulation bancaire | 281 |
| II.1.2. Le lien entre la croissance économique et le développement bancaire | 282 |
| II.2. Présentation des données et explication des choix des variables..... | 283 |
| II.3. La méthode économétrique..... | 285 |
| II.4. Les tests économétriques | 287 |
| II.4.1. Les tests de stationnarité..... | 287 |
| II.4.2. Les tests de causalité..... | 287 |
| II.4.3. Les tests d'autocorrélation des erreurs et les tests de validité des instruments associés au panel dynamique..... | 288 |
| II.5.1. L'estimation par la méthode du GMM en panel dynamique..... | 289 |
| II.5.2. L'estimation par la méthode des équations simultanées | 294 |
| Conclusion | 296 |
| | |
| Conclusion Générale | 298 |
| | |
| Annexes | 303 |
| | |
| Références bibliographiques | 349 |
| | |
| Table des tableaux | 374 |
| | |
| Table des graphiques | 376 |
| | |
| Table des schémas | 377 |
| | |
| Table des matières | 378 |

Le développement financier pour les pays du sud de la Méditerranée à l'épreuve de la mondialisation financière

Résumé : Après la prise de conscience, du rôle que peut jouer le système financier dans la promotion de la croissance et le développement, nous proposons d'analyser dans la présente thèse, la situation des systèmes financiers dans les pays du sud de la Méditerranée et la problématique de leur développement. Ce rôle moteur du système financier revêt encore plus d'importance dans un contexte de mondialisation financière galopante qui incite les pays émergents de la périphérie à s'intégrer et à y faire partie. L'analyse de la situation du développement financier dans les pays de la région révèle une qualité « médiocre » de l'environnement légal qui prive le système financier de se développer et de se prémunir des risques inhérents à une ouverture financière hâtive. Nous insistons, dans la présente thèse, sur le rôle des institutions et d'un environnement légal et institutionnel favorable à la formation d'une assise à un développement financier sain. Nous montrons, ensuite, par une étude économétrique comprenant les dix pays du bassin sud de la Méditerranée sur la période 1980-2005, qu'une ouverture financière dans l'état actuel de l'environnement institutionnel et légal est préjudiciable. En profitant de cette étude, nous calculons des seuils de développement institutionnel à partir desquels une ouverture financière peut produire du développement financier. Par ailleurs, nous testons la nature de la relation qui existe entre le développement institutionnel, la régulation bancaire et le développement bancaire. De même, nous testons la nature de la relation qui existe entre le développement bancaire et le développement économique par la méthode du GMM (*General Method of Moments*) en panel dynamique pour les dix-neuf pays d'Afrique du Nord et du Moyen-Orient durant la période 1982-2005.

Mots clefs : Développement financier, qualité institutionnelle, régulation bancaire, croissance, GMM system, panel dynamique.

Financial Development for South Mediterranean Sea Countries in a Context of Financial Globalization

Abstract : The central theme of the thesis is the financial development issue in a context of financial globalization for the south Mediterranean Sea countries. The choice of this theme is motivated by the importance of the economic development and the growth in these countries, which are usually the subject of political instabilities and are distinguished by weak political institutions. Our aim in this thesis is to point out that the financial openness in the conditions of the south Mediterranean Sea countries would be detrimental to its financial development. By contrast, the financial openness would be beneficial to the financial development, in the presence of the adequate legal and institutional development. This is our main hypothesis. To assert so, we used an econometric panel error-correction model with non-overlapping data on the ten countries of the south Mediterranean Sea, for the period 1980-2005. The model links financial development indicators to institutional and legal indicators, in order to calculate institutional thresholds. Further, on the one hand, we check the nature of the relationship existing between institutional development, banking regulation and banking development. On the other hand, we test the relationship that exists between banking development and economic growth. To claim so, we used the GMM (*General Method of Moments*) system on dynamic panel data for nineteen countries of the MENA region, between 1980 and 2005, in the 2 estimations.

Key-words : Financial development, institutional quality, banking regulation, growth, GMM system.